

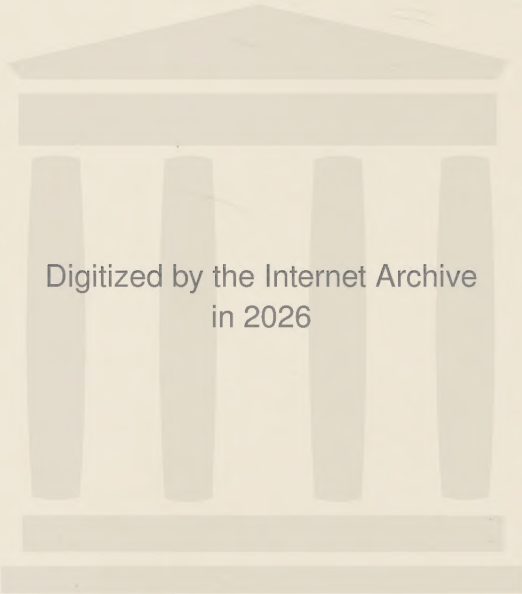
jean-pierre laffargue

PARIJS

les investissements
américains
dans les pays industrialisés



1974

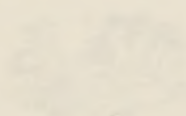


Digitized by the Internet Archive
in 2026

Les investissements américains
dans les pays industrialisés

Les investissements
américains
dans les pays
industrialisés

INSTITUT ÉCONOMIQUE ET SOCIAL
DE L'OCDE



RECHERCHES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

L'ÉCONOMISTE

SECTION DIRIGÉE PAR PIERRE TABATONI

COLLECTION SUP

Les investissements
américains
dans les pays
industrialisés

JEAN-PIERRE LAFFARGUE

Maître-Assistant à l'Université de Paris IX



PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

1974



Dépôt légal. — 1^{re} édition : 1^{er} trimestre 1974
© 1974, Presses Universitaires de France
Tous droits de traduction, de reproduction et d'adaptation
réservés pour tous pays

Avant-propos

Nous tenons à exprimer tous nos remerciements et notre gratitude aux Pr^s Guglielmi, Kolm, Malinvaud et Rottier pour leurs conseils et leurs critiques. Nous sommes aussi très reconnaissants de l'aide que nous ont apportée nos camarades du CEPREMAP, plus particulièrement MM. Kouevi, Phan et Tommasi. Enfin nous tenons à remercier Mme Sorlut d'avoir assuré la frappe d'un manuscrit qui n'était pas toujours aisé à déchiffrer.

Les Pr^s Kindleberger et Serck-Hanssen nous ont fait des remarques sur une première version de ce livre qui nous ont permis d'en corriger quelques défauts.

Introduction

Les facteurs explicatifs des investissements directs américains vers les pays hautement industrialisés ont fait l'objet d'une littérature considérable. La méthode suivie pour les dégager est fondée le plus souvent sur l'examen de stratégies d'entreprises particulières. Si celui-ci est instructif, il est également décevant car ses résultats ne sont pas aisément généralisables, si ce n'est en abandonnant toute rigueur scientifique. Nous nous retrouvons avec des listes d'explications auxquelles la longueur et les contradictions enlèvent tout intérêt¹.

Pour ne pas sombrer dans un relativisme, ou un scepti-

1. Par exemple, on peut lire dans le numéro de juin 1969 du *Bulletin mensuel économique de la First National City Bank de New York*, le passage suivant : « De multiples raisons expliquent la création par les sociétés américaines de filiales à l'étranger. Une entreprise qui a déjà développé ses exportations est tout naturellement conduite à effectuer des investissements directs pour son réseau commercial, puis en cas de besoin pour accroître sa production afin de participer aux possibilités de croissance économique et donc d'augmentation des bénéfices à l'étranger. Souvent une entreprise n'a pas d'autre choix que la construction d'une usine à l'étranger pour surmonter les barrières commerciales (droits de douane, restrictions quantitatives, etc.) et plus particulièrement échapper aux discriminations découlant de l'établissement de marchés intégrés : la Communauté économique européenne, par exemple. Souvent aussi, il est nécessaire de pénétrer sur des marchés vers lesquels il est apparu impossible d'exporter, notamment si les charges salariales sont relativement moins élevées. »

Il resterait encore à remarquer que la création de filiales permet, plus que l'exportation, de produire des biens tenant compte de la spécificité des goûts et des besoins de l'étranger et d'économiser les coûts de transports. Elle dépend aussi de la taille des places financières du pays où elle s'effectue, de sa législation fiscale, de son infrastructure, etc.

cisme tentant, il nous faut aborder cette question d'une façon différente.

Les investissements directs des Etats-Unis au Royaume-Uni de 1960 à 1968 furent de 2 716 millions de dollars. Le flux réciproque ne fut que de 269 millions de dollars ! Pour l'Europe (Royaume-Uni exclu), de 1960 à 1967, ces chiffres furent respectivement de 7 262 millions de dollars et de 400 millions de dollars.

Nous sommes en présence d'un phénomène macroéconomique, apparaissant au niveau très agrégé des balances des paiements ; il faut lui trouver des explications macroéconomiques, quitte à les affiner et à les concrétiser ultérieurement (à la lumière de stratégies d'entreprises par exemple). Il faut en tous les cas qu'elles soient simples et précises, quitte à négliger certains phénomènes qui peuvent être importants¹, si on ne veut pas retomber dans le relativisme que nous avons évoqué. Le but de ce livre est de proposer de telles explications, valides dans le moyen terme.

Dans le premier chapitre nous présentons différentes définitions de l'équilibre d'une balance des paiements. Cela peut paraître *a priori* de peu d'intérêt. Le sujet a été maintes fois traité et peut sembler très éloigné de l'objet de notre étude.

En réalité, les notions économiques sur lesquelles sont fondées ces définitions ne nous semblent pas avoir été très souvent énoncées avec rigueur et précision, presque jamais

1. Par exemple, nous supposons tout au long de ce livre que les économies étudiées sont de type néo-classique, c'est-à-dire que les facteurs sont substituables et que la libre concurrence assure leur plein emploi et leur rémunération à la productivité marginale. Nous ne tenons pas compte des économies d'échelle, de l'augmentation du *know-how*, de l'élimination de goulots d'étranglement, que peuvent induire les investissements directs américains. Aussi, nos conclusions normatives sont-elles liées au cadre conceptuel bien précis que nous avons choisi. Elles ne peuvent s'appliquer à la réalité qu'après réflexion.

avec clarté. Elles sont en tous les cas étroitement liées aux mécanismes économiques que nous examinerons dans la suite de cette étude.

Nous introduisons d'abord la notion de capacité des autorités officielles de défendre la monnaie nationale sur le marché des changes, en régime de taux de change fixe. C'est sur celle-ci qu'est fondée la définition de l'équilibre de la balance française et de la balance des règlements officiels américaine. Cette dernière suppose en plus implicitement qu'une partie des dollars détenus par les autorités officielles étrangères n'est pas désirée par celles-ci. Elle peut donner lieu à d'importantes erreurs de mesure, et s'est avérée très sensible à la politique monétaire, comme nous le montrons pour la période 1968-1970 dans l'annexe I.

Nous introduisons ensuite la notion d'instabilité de certains flux de capitaux à court terme et de la crise de liquidité à laquelle elle peut conduire. La balance de liquidité américaine fut fondée sur cette notion. Nous montrons qu'elle est appropriée à des situations très particulières (crise), mais qu'elle en sous-estime la gravité. Elle contient quelques incohérences techniques. On lui a substitué en juin 1971 la balance de liquidité nette.

Nous introduisons encore la notion de sensibilité des flux de capitaux à court terme (par opposition à ceux à long terme) à la politique monétaire, qui fonde la balance de base. Evidemment, comme pour la balance de liquidité, le partage des flux de capitaux apparaît trop brutal et grossier.

Historiquement, cette balance fut introduite pour permettre l'étude du problème du transfert. Une autre justification est qu'elle constitue un indicateur des tendances à long terme de la balance des paiements, ce qui suppose que les mouvements à court terme se compensent en longue période.

L'examen de données comptables montre que la première notion semble fondée, mais que la dernière ne l'est que pour certains pays (France, République fédérale allemande)

et zone (C.E.E.) et absolument pas pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Encore pour les premiers pays et zone cela semble-t-il le résultat d'une politique monétaire ayant défavorisé les mouvements cumulatifs de capitaux à court terme.

Nous avons illustré cette partie par des considérations assez détaillées sur la balance des paiements américaine, et en particulier dans l'annexe 1 sur son évolution récente. Les mécanismes qui y sont décrits se retrouvent, sous une forme plus abstraite, dans les différents chapitres de ce livre.

Dans le chapitre II nous examinons la balance des paiements des Etats-Unis, cumulée sur une période d'une dizaine d'années, sur différents pays ou zones hautement industrialisés. On découvre deux structures extrêmes :

- à l'égard du Royaume-Uni et du Japon, les Etats-Unis ont été des prêteurs à long terme et des emprunteurs à court terme, donc ont joué un rôle d'intermédiaire financier ;
- à l'égard du Canada, les mouvements de capitaux américains à long terme ont été financés par l'excédent de la balance des biens et services.

L'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud se présentent comme un cas intermédiaire.

Il est difficile de se prononcer sur la structure de la balance des paiements des Etats-Unis sur l'Europe de l'Ouest (Royaume-Uni exclu). Pour la période 1960-1967 la balance des biens, services et transferts est excédentaire, et les Etats-Unis sont emprunteurs nets. Le paradoxe se résout par un poste « erreurs et omissions » considérable. Il ne semble pas cependant abusif d'estimer que cette structure est proche de celle du Royaume-Uni et du Japon. La période 1968-1970 donne lieu à une analyse spécifique.

Pour séparer les difficultés, nous nous proposons d'ana-

lyser les investissements directs américains dans les deux cas extrêmes que nous venons de dégager :

- celui où les Etats-Unis sont des prêteurs à long terme et des emprunteurs à court terme, dans les chapitres III, IV et V ;
- celui où la contrepartie des investissements directs américains est un excédent de la balance des biens et services des Etats-Unis, dans le chapitre VI.

L'intégration de ces deux cas extrêmes sera présentée dans le chapitre V.

Le chapitre III présente une première explication du caractère de prêteur à long terme et d'emprunteur à court terme des Etats-Unis, due à C. P. Kindleberger, qui est la faiblesse de la préférence pour la liquidité des Etats-Unis relativement à celle de l'Europe. Des vérifications empiriques montrent que la préférence pour la liquidité du Royaume-Uni semble plus forte que celle des Etats-Unis. Il n'en est pas cependant de même pour celle de la République fédérale allemande et des Pays-Bas.

La notion de préférence pour la liquidité d'un pays est trop abstraite pour avoir un grand pouvoir explicatif. W. S. Salant estime qu'elle est le résultat de plusieurs facteurs.

D'abord elle peut être due à la préférence pour la liquidité des prêteurs primaires, ensuite au coût de transformation des intermédiaires financiers, enfin au surprofit de ceux-ci induits par une concurrence monopolistique.

Salant ne donne pas de vérification empirique de son analyse. Les tentatives auxquelles nous nous sommes livrés dans cette voie ont conclu à la quasi-impossibilité d'en effectuer.

Salant, comme Kindleberger, oublie l'importance des politiques monétaires dans la détermination de la préférence pour la liquidité d'un pays. Une analyse de la

période 1967-1970 pour les Etats-Unis nous permet de la mettre en évidence.

S. C. Kolm reprend l'analyse de Salant, mais d'une façon beaucoup moins superficielle. Il remarque que les fonctions de l'intermédiation financière sont d'allonger les termes et de diminuer les risques. Elles sont d'autant mieux satisfaites que l'échelle des opérations est grande. Ainsi les Etats-Unis bénéficient pour les remplir d'un avantage compétitif considérable sur l'Europe.

Toutes ces explications ne mettent pas en évidence que la détention de dollars à court terme n'est pas seulement liée au besoin de liquidité *interne* d'une économie, incapable d'y satisfaire par ses moyens propres, mais aussi à la liquidité *externe* prépondérante de cette monnaie. Elle est l'instrument privilégié d'intervention des banques centrales sur le marché des changes, et de règlement des contrats internationaux, dans un système monétaire international favorisant particulièrement les Etats-Unis. D'autre part nous avons déjà remarqué qu'une partie des dollars détenus par les banques centrales n'était pas souhaitée par celles-ci.

Nous rejoignons ici les théories du droit exorbitant de seigneurage qu'ont les Etats-Unis en ayant, comme les souverains d'antan, un privilège d'émission monétaire.

Nous essayons alors de montrer que, ni ce phénomène d'intermédiation financière, ni son analyse, ne sont entièrement nouveaux, en évoquant le cas des Etats-Unis de 1850 à 1914.

D'après une étude de J. Knapp, ils empruntèrent à long terme et prêtèrent à court terme sur cette période, par suite de la faiblesse de leur appareil bancaire. Les quatre années de la première guerre mondiale, par la protection qu'elles lui accordèrent, en permirent un renforcement suffisant pour faire cesser ce phénomène. On se rappelle que le Federal Reserve System date du 23 décembre 1913.

Deux études, de J. G. Williamson et de P. H. Lindert, complètent cette analyse. La seconde montre notamment

que la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France, de 1900 à 1913, prêtèrent à long terme et empruntèrent à court terme.

Le chapitre IV propose une seconde explication à partir des conclusions de A. Lamfalussy, déduite de son observation des comptabilités économiques de divers pays (pour l'essentiel de 1955 à 1966).

Les entreprises de la C.E.E. ont des difficultés pour financer leurs investissements, dues à l'importance de ceux-ci, due elle-même à l'importance du taux de croissance de cette zone.

Les entreprises américaines auraient plutôt des difficultés à trouver une utilisation de leurs importantes ressources financières, dans un pays où un faible taux de croissance induit un faible investissement.

Elles effectuent alors des investissements directs dans la C.E.E. qui correspondent aux difficultés de celle-ci pour financer ses investissements.

Nous complétons cette analyse par l'examen des données comptables d'une douzaine de pays (pour l'essentiel de 1960 à 1968). Il nous permet de conclure que les investissements directs américains dans la C.E.E., au Japon et en Australie semblent dus à l'importance des taux de croissance de ces pays et zone. Dans le cas du Royaume-Uni, ils seraient dus à la forte préférence pour la liquidité de ce pays.

A ces deux facteurs, il faut ajouter le fait que les Etats-Unis soutiennent un taux de croissance assez important avec un investissement très faible. Ceci est le résultat de la forte productivité ou du faible amortissement de celui-ci.

Une enquête de la National Industrial Conference Board auprès d'entreprises américaines met en évidence la surabondance de leurs ressources financières et leur recherche de marchés étrangers en forte croissance où les investir.

Les deux explications précédentes sont tout à fait différentes, et on peut s'interroger sur leur articulation. D'autre part la dernière n'explique pas la raison pour laquelle les

pays de la C.E.E., le Japon et l'Australie conservent des actifs en dollars à court terme.

Nous tentons de répondre à ces remarques dans le chapitre V, à l'aide d'un modèle simple. Il permet de montrer comment se situent relativement nos deux cas extrêmes. Le passage de celui que nous étudions à celui qui fera l'objet du prochain chapitre est possible par une simple augmentation de la liquidité intérieure.

Le rôle qu'exercent dans un pays les Etats-Unis, en lui prêtant à long terme et en lui empruntant à court terme, apparaît alors comme néfaste. Il doit y être mis fin par une réforme du système monétaire international enlevant au dollar son monopole de liquidité externe, et par une diminution de la préférence pour la liquidité du pays considéré (par exemple par un accroissement de sa capacité de transformation financière) afin de rendre sans intérêt sa liquidité interne. Si cette dernière solution ne s'avérait pas possible, les autorités monétaires du pays considéré pourraient substituer des actifs en monnaie nationale aux actifs à court terme privés en dollars, et utiliser ceux-ci à accroître les importations. La balance des paiements prendrait alors la structure associée au second cas extrême que nous avons dégagé.

Nous examinons celui-ci dans le chapitre VI. La contrepartie des investissements directs américains est alors un excédent de la balance des biens et services des Etats-Unis.

Quand le pays est très petit, si on compare la situation où les investissements directs américains sont autorisés à celle où ils sont interdits et où il n'y a pas la possibilité, en diminuant la préférence pour la liquidité, d'accroître l'investissement national (contrairement au chapitre V), on montre que :

- le Produit national et le Revenu national du pays ont augmenté ;
- la répartition du Revenu national s'est modifiée au profit des salaires et aux dépens des profits.

On montre aussi que le niveau optimal, du point de vue du pays considéré, d'investissements directs américains, est celui obtenu en l'absence de toute réglementation.

Quand le pays n'est plus très petit, son Produit national et son Revenu national augmentent toujours et la répartition de ce dernier se modifie encore au profit des salaires et aux dépens des profits.

Par contre les flux d'investissements directs américains optimaux pour le pays considéré, et pour les Etats-Unis, sont maintenant différents, entre eux et de celui s'établissant en l'absence de réglementation. Celle-ci assure par contre une Production mondiale maximale.

Nous recherchons alors la stratégie fiscale à l'égard des profits des investissements directs, optimale pour chacun des deux pays. Elle est fonction de celle qu'adopte l'autre, et l'équilibre a toutes les chances d'être en deçà de la Production mondiale maximale.

On recherche enfin la stratégie fiscale concertée assurant cet optimum mondial. Il en est ainsi de l'accord de double imposition, qui fait bénéficier les profits des Etats-Unis à l'étranger d'un avoir fiscal, égal à l'impôt sur les bénéfices qui y a été perçu. Quelques considérations sur cette législation permettent d'illustrer les propos un peu abstraits qui ont précédé.

Nous faisons alors remarquer que sa rationalité est fondée sur l'hypothèse que les investissements directs américains ont pour contrepartie un excédent de leur balance des biens et services. Or, comme nous l'avons montré dans le chapitre II, ceci est loin d'être toujours le cas.

Nous terminons en présentant des travaux empiriques de K. Hamada, relatifs au Canada, fondés sur l'analyse théorique de ce chapitre.

Le chapitre VII présente une analyse empirique très célèbre, effectuée par la Brookings, sur l'impact des investissements directs américains sur les différents flux internationaux.

Celui-ci peut se subdiviser en :

- un impact dû aux relations entre les filiales américaines à l'étranger et les Etats-Unis ;
- un impact dû à l'utilisation des avoirs à court terme en dollars, que reçoivent les pays destinataires en contrepartie des investissements américains.

C'est ce dernier qui a été examiné dans les chapitres précédents.

Nous n'avons pas jusqu'à présent évoqué les liens qui pourraient exister entre les phénomènes qu'analyse la théorie du commerce international et ceux que nous avons étudiés. Or le théorème d'Heckser-Ohlin montre, sous des hypothèses bien particulières, que les échanges internationaux rendent inutiles les mouvements de capitaux.

En réalité la théorie du commerce international est d'une telle complexité qu'elle ne peut développer que des cas extrêmes (théorie des avantages comparatifs, théorème d'Heckser-Ohlin) si elle ne veut pas mêler de façon inextricable des phénomènes différents. Ceci explique son aspect taxonomique.

Nos analyses constituent d'autres cas extrêmes. Nous essayons de montrer les façons, mais aussi les difficultés de les intégrer à la théorie des échanges internationaux.

Dans un appendice à ce livre, nous présentons une comptabilité des entreprises américaines du secteur des industries manufacturières, dans plusieurs pays ou zones industrialisés, pour un certain nombre d'années.

Les publications du département du Commerce des Etats-Unis, dont nous avons extrait les chiffres, nous ayant semblé obscures et peu maniables, nous avons établi une nomenclature et une présentation aussi précises et cohérentes que possible.

Cette comptabilité peut être utilisée pour l'analyse du comportement des entreprises américaines à l'étranger. Nous soulignons cependant la difficulté d'études économétriques

sérieuses de celui-ci, et la médiocrité de beaucoup de celles qui existent.

Nous terminons par une bibliographie générale, volontairement très courte, présentant des ouvrages que nous avons jugés particulièrement clairs, simples et intéressants, portant sur des questions reliées à celles que nous avons étudiées.

Les références bibliographiques spécifiques sont citées au cours du texte. Nous nous sommes strictement limités à celles qui nous semblaient les plus importantes.

Ce livre n'intègre pas les événements postérieurs au 1^{er} janvier 1972, ce qui nous semble justifiable par son optique, qui est celle du moyen terme.

CHAPITRE PREMIER

L'équilibre de la balance des paiements¹

Considérons un pays, et appelons :

- X les exportations de biens et services ;
- M les importations de biens et services ;
- I le revenu net des capitaux placés à l'étranger ;
- T le solde des transferts privés et publics, courants et de capital, à l'étranger ;
- D les sorties nettes de capitaux à long terme, privés ou publics (investissements directs et de portefeuille, prêts de plus d'un an)² ;
- S les sorties nettes de capitaux à court terme, à l'exclusion des transactions sur les réserves officielles ;
- G l'accroissement des réserves officielles (or, tranche-or et supertranche-or au F.M.I., devises convertibles,³ bons

1. Ce chapitre doit beaucoup, en particulier dans sa méthode d'exposition, à l'excellent article de C. P. KINDLEBERGER, *Measuring equilibrium in the balance of payments*, *Journal of Political Economy*, novembre-décembre 1969.

2. Les investissements directs sont parfois des placements de trésorerie des maisons mères sur le marché des eurodollars, c'est-à-dire des mouvements à court terme.

3. De réserves ou non. Les autorités officielles détiennent peu des dernières par suite des mesures des pays les émettant pour les en décourager. Par exemple la Suisse n'accepte pas les dépôts des banques centrales étrangères. Une autre raison est que la marge de fluctuations entre

Roosa, avoirs en D.T.S., éventuellement déduction des allocations en D.T.S. et des engagements envers le F.M.I., etc.).

Le taux de change est supposé fixe.

Nous avons l'identité comptable :

$$X - M - T + I - D - S - G \equiv 0 \quad (1)$$

Certaines des grandeurs de cette identité sont *autonomes*, c'est-à-dire se déterminent indépendamment de l'identité (1). Les exportations par exemple trouvent leur origine dans le désir des entreprises de profiter de débouchés et de prix étrangers qui leur sont favorables. D'autres sont *compensatrices*, c'est-à-dire comblent le solde des précédentes afin que l'identité (1) soit satisfaite. L'accroissement des réserves officielles peut être, par exemple, la conséquence d'un accroissement des exportations et d'une diminution des importations, toutes choses égales par ailleurs.

On dira que la balance des paiements est équilibrée sur une période (un trimestre, une année, ou un « cycle » de quelques années¹) quand le solde des grandeurs autonomes sur cette période est nul².

Ce concept d'équilibre a un contenu normatif (à notre avis de façon abusive), qui est l'une des principales justifications de son intérêt.

deux monnaies autorisées par le F.M.I. était avant le 18 décembre 1971 de 4 %, mais de 2 % seulement si l'une d'entre elles était le dollar. Son utilisation était donc moins risquée.

1. Plus la période est courte, plus la balance des paiements est influencée par des événements erratiques (grève, crise internationale, mauvaise récolte, conjoncture dans des pays étrangers ou sur certains marchés). Plus elle est longue, plus son analyse devient superficielle, les fluctuations de ses différents postes n'étant plus mises en évidence.

2. Le concept n'est pas symétrique : la somme algébrique des déficits des balances des paiements de tous les pays du monde n'a aucune raison d'être nulle. Une transaction compensatrice pour un pays peut avoir une contrepartie autonome dans un autre pays. Il en est par exemple ainsi pour un emprunt des autorités monétaires d'un pays, dans le but de pallier un déficit de la balance des paiements, sur le marché financier d'un autre pays.

Un déficit de la balance des paiements peut être comblé par une diminution du stock des moyens de règlements internationaux. Celui-ci peut être suffisamment important pour que le déficit puisse se prolonger longtemps. Il peut être reconstitué par des crédits de l'étranger, des *swaps* entre banques, des *stand-by* du F.M.I. ou les tranches de crédit de cet établissement, des emprunts sur le marché des eurodollars, etc.

Tout cela ne peut durer éternellement et, si le déficit de la balance des paiements ne se résorbe pas, le pays se trouve un jour devant un grave problème de trésorerie (ou de liquidité)¹.

Il peut cependant être comblé par d'autres flux compensateurs qui peuvent être prolongés très longtemps (exportations induites par des mesures fiscales, importations découragées par des droits de douane, etc.).

Le déficit de la balance des paiements renseigne sur l'écart à combler par des mesures de politique économique donnant naissance à des flux compensateurs, soit rapidement épuisables mais faciles à mettre en œuvre et suffisants pour des déséquilibres de courte durée, soit plus durables mais plus difficiles à mettre en œuvre.

Cependant, il n'existe pas d'empêchements directs (c'est-à-dire ne faisant pas intervenir des phénomènes économiques complexes) à ce qu'un pays ait un excédent durable de sa balance des paiements².

D'autre part, un pays de monnaie de réserve peut maintenir sa balance des paiements en déficit très longtemps, autant que les pays étrangers acceptent de conserver celle-ci³.

1. Un exemple historique instructif est celui du Royaume-Uni de 1964 à 1967.

2. Un exemple historique instructif est celui de la France de 1959 à 1966.

3. Un exemple historique est celui des Etats-Unis de 1950 à nos jours, si on excepte (pour certaines définitions du déficit) quelques brefs intervalles (guerre de Corée, crise de Suez, 1968 et 1969).

La mesure du déséquilibre d'une balance des paiements est une chose difficile. La nature des flux (autonomes ou compensateurs) est ambiguë. Par exemple les dépenses militaires et l'aide économique des Etats-Unis à l'étranger ont toutes les caractéristiques apparentes de flux autonomes. Leur niveau a cependant été souvent limité par le souci de rééquilibrer la balance des paiements. Aucun poste de celle-ci n'est insensible aux diverses mesures de politique économique, et celles-ci sont souvent prises en fonction du désir qu'elle soit équilibrée. On peut alors désirer définir une balance hypothétique (*ex ante*) préalable à ces mesures de politique économique. Mais la définition de ce préalable soulève d'autres ambiguïtés, et évidemment aucune mesure comptable ne peut être effectuée.

Le partage comptable entre flux des deux natures est souvent impossible : les exportations semblent *a priori* un flux autonome, mais certaines d'entre elles sont la contrepartie d'une procédure d'aide liée à des pays sous-développés. Celle-ci est due au désir du pays d'équilibrer sa balance des paiements, et ces exportations sont (pour la partie qui n'aurait pas été exportée en son absence) des flux compensateurs.

Le déséquilibre de la balance des paiements ne sera mesuré que d'une façon grossière et imprécise. Cela est évidemment très grave car les erreurs de mesure peuvent conduire à des erreurs de politique économique.

En tout cas la notion de flux autonomes et compensateurs est trop mal commode pour qu'on ne soit pas conduit à utiliser des notions voisines, mais non identiques, plus opérationnelles.

Celle qui nous semble la plus évidente est la capacité des autorités officielles de défendre la monnaie nationale sur le marché des changes : les personnes privées laissent un écart entre l'offre et la demande de monnaie nationale au taux de change courant, et les autorités officielles ont pour fonction de combler cet écart.

Cette notion peut conduire à définir l'équilibre de la balance des paiements par l'absence de variation du niveau des réserves :

$$X - M - T + I - D - S = 0 = G \quad (2)$$

Les problèmes qu'elle pose et les critiques qu'on peut lui faire sont nombreux.

La capacité de défendre la monnaie nationale est fonction non seulement de l'évolution du stock de réserves, mais du niveau de celui-ci et de la plus ou moins grande facilité à faire appel à des crédits étrangers. Ces deux éléments ne sont pas mis en évidence dans la définition de l'équilibre.

Il convient de soustraire de G les emprunts à court terme (recensés dans S) dont le but est d'accroître son niveau (*swaps* entre banques).

Ne faudrait-il pas ajouter la position nette des avoirs et engagements à vue et à court terme des banques commerciales avec l'extérieur, puisque dans beaucoup de pays les autorités exercent un contrôle étroit sur celles-ci, et sont en mesure d'exiger le rapatriement des avoirs extérieurs des banques en cas de besoin (en France, opérations de *ratissage*)¹.

Il existe des stocks de biens durables facilement commercialisables sur le marché international et contrôlables par les autorités (argent-métal, nickel, cuivre, etc.). Ne faudrait-il pas les inclure dans G ?

La balance américaine des règlements officiels (établie par un comité présidé par E. M. Bernstein en 1965) est fondée sur la même notion.

Elle considère que les avoirs officiels en dollars des autorités étrangères ne sont pas désirés par celles-ci, et ne sont conservés qu'à la suite de certaines pressions, ou de la peur

1. C'est ainsi que la Banque des Règlements internationaux définit sa balance globale (totale ou générale), et la balance des paiements française son déficit. Il est intéressant de remarquer que dans les deux cas les erreurs et omissions sont au-dessus de la ligne.

de faire écrouler le système monétaire international¹. Cette idée semble admise par beaucoup d'économistes.

Cela nous donne la définition :

$$X - M - T + I - D - S_p = 0 = G + S_0 \quad (3)$$

où $-S_0$ est le flux net de capitaux courts officiels des autorités étrangères sur le pays, et S_p les sorties nettes de capitaux à court terme vers des personnes étrangères privées².

La saisie comptable des dollars détenus par les autorités officielles étrangères n'est pas simple.

Des banques centrales, par exemple pour limiter la liquidité intérieure ou recycler des fonds spéculatifs, ont vendu des dollars à leurs banques commerciales, avec rachat à terme pour supprimer les risques de change (*swaps*) à des conditions particulièrement avantageuses³.

Les dépôts des banques commerciales étrangères aux Etats-Unis augmentent ainsi « fictivement » et ceux des banques centrales diminuent.

Si une banque centrale étrangère déplace des dollars qu'elle a en dépôt dans une banque américaine vers le marché des eurodollars, et si, au terme de diverses transformations, ceci se traduit par un accroissement des dépôts des personnes *privées* étrangères aux Etats-Unis, il y a une amélioration fictive de la balance des règlements officiels (voir l'annexe 2).

1. Une autre interprétation serait que les avoirs officiels en dollars des autorités étrangères *risquent* un jour de ne plus être désirés par celles-ci.

2. Il est intéressant de rappeler que depuis le 17 mars 1968 les banques centrales n'ont plus vendu ni acheté d'or aux particuliers. Ainsi seuls les dollars officiels menaçaient le stock d'or des Etats-Unis. Evidemment, depuis l'inconvertibilité du dollar décidée le 15 août 1971, il n'en est même plus ainsi. Avant cette date, la convertibilité du dollar était d'ailleurs assez théorique, les Etats-Unis menaçant de la suspendre s'il en était fait un usage trop important.

3. L'Allemagne depuis 1958, pour des sommes atteignant parfois 1 milliard de dollars. Ceux-ci, placés sur le marché des eurodollars, pouvaient cependant revenir en Allemagne, et faire échouer ainsi la politique. C'est pour cette raison en particulier qu'elle est moins utilisée depuis 1968 au profit d'une politique d'*open-market*.

La balance de liquidité américaine (établie sous la direction de Walter Lederer en 1955) est fondée sur la notion d'instabilité des flux et de la crise de liquidité à laquelle elle peut conduire. Sa définition est :

$$\begin{aligned} X - M - T + I - D - S &\equiv G_1 \\ S_f &\equiv G_2 \\ X - M - T + I - D - S_i &= 0 = G_1 + G_2 \quad (4) \end{aligned}$$

S_i est le flux de capitaux courts américains sur l'étranger (positif quand il croît) et S_f le flux de capitaux courts de l'étranger sur les Etats-Unis (passif américain à court terme sur l'étranger et titres gouvernementaux américains appartenant à l'étranger, négatif quand il croît). S_f est supposé tellement instable qu'on l'assimile tout de suite à la perte de réserves à laquelle conduirait sa liquidation. Par contre S_i est très stable (il serait constitué surtout de crédits commerciaux et autres crédits à des pays tels le Japon et certains d'Amérique latine, qui ne peuvent être rapidement mobilisés).

Le partage entre flux stables et instables est brutal et peu justifié. Durant la crise du dollar de 1971, les non-Américains ne furent pas les seuls à spéculer contre le dollar comme le montre l'annexe 1. La balance de liquidité, trop pessimiste puisque justifiée dans les seules périodes de crise, est aussi trop optimiste puisqu'elle minimise l'ampleur de celle-ci.

Cette définition contient des incohérences techniques : un prêt bancaire au Japon (accroissement de S_i) conduit certainement à un accroissement (moindre) des comptes bancaires japonais aux Etats-Unis (diminution de S_f , accroissement de G_2), donc à un déficit accru de la balance des paiements américaine. Cette incohérence est particulièrement évidente quand cet accroissement est l'une des conditions du prêt.

Si une banque nationale et celle d'un pays étranger

échantent des dépôts, chacune crédite l'autre d'un montant égal, les deux balances des paiements se trouvent en déficit.

En réaction à ces insuffisances, Lary en 1963 proposa la notion de sensibilité des flux à la politique monétaire (ce qui revient à affecter celle-ci à l'équilibre de la balance des paiements !).

Il revient ainsi à la vieille balance de base (déjà proposée par Nurkse en 1945 par référence à une sorte de mélange de toutes les notions que nous avons présentées) :

$$X - M - T + I - D = 0 = S + G \quad (5)$$

S, par opposition à D, est supposé suffisamment sensible aux taux différentiels d'intérêt pour être contrôlé par la politique monétaire du gouvernement (ce qui suppose une absence de « repréailles » de l'étranger !).

Une première critique à effectuer est qu'il y a un « continuum » de sensibilités pour les différents flux. Une autre, que certains éléments de D (investissements de portefeuille) y sont sensibles.

Historiquement, cette balance a été introduite pour comprendre le problème du transfert : est-ce qu'un flux long de capitaux conduit à un flux réel compensateur identique, ou inférieur (avec diminution des avoirs nets à court terme sur l'étranger et des réserves) ? Nous aurons l'occasion de revenir sur ce problème.

Une autre justification de cette définition est qu'elle constitue un indicateur des tendances à long terme de la balance des paiements, qui sont masquées par des phénomènes de courte période, dont les mouvements de capitaux à court terme. Plus précisément, les mouvements de capitaux à court terme, dont l'amplitude peut être forte, tendent à se compenser en longue période, et la balance de base révèle le mouvement à long terme des réserves officielles du pays.

Une étude comptable effectuée par Z. Hodjera¹ pour différents pays de 1950 à 1964, permet de vérifier si cette justification est fondée. Elle montre :

- que les flux privés de capitaux à court terme sont souvent efficacement modulés par la politique monétaire du gouvernement. Ceux-ci complètent les réserves officielles en permettant de financer sur des périodes de quelques années des déséquilibres de la balance des paiements. On peut observer ce phénomène durant les années 60 pour le Canada, le Japon, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, etc. Il justifierait les arguments de Lary ;
- que les mouvements de long terme de la balance de base et des réserves officielles sont très voisins pour l'ensemble de la C.E.E. et certains pays (France, Allemagne). Ils sont par contre très différents pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni, l'écart s'expliquant par des mouvements cumulatifs des capitaux à court terme. Ceux-ci ont donc contribué à la position de réserve à long terme de ces deux pays.

La dernière justification de la balance de base est peut-être fondée pour les premiers pays (encore qu'elle soit conditionnée au maintien d'une politique monétaire décourageant les mouvements cumulatifs de capitaux à court terme, qui s'est révélée efficace jusqu'à présent). Elle ne semble pas fondée pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Assez curieusement c'est pourtant celle-ci qui a été choisie par le département du Commerce américain lors de la réintroduction de la balance de base en juin 1971 (voir l'annexe 3).

1. Basic balances, short term capital flows, and international reserves of industrial countries, *I.M.F. Staff Papers*, novembre 1969.

ANNEXES

ANNEXE I. — *Analyse de l'évolution récente
de la balance des paiements américaine*¹

En 1968 et 1969, la politique monétaire de la Federal Reserve Board fut sévère, alors que les demandes de crédits s'établissaient à un niveau élevé, les prévisions des industriels étant optimistes. Les banques américaines la tournèrent par la procédure suivante : leurs succursales à l'étranger effectuèrent des emprunts sur le marché des eurodollars, et déposèrent le produit de ceux-ci auprès de leurs maisons mères. Ces dépôts n'étaient pas astreints à la constitution de réserves. D'autre part, les banques échappaient ainsi à la réglementation fixant des taux d'intérêts maximaux sur les dépôts à court terme (« Réglementation Q ») et interdisant la rémunération des dépôts à vue. Les taux d'intérêt sur le marché des eurodollars devinrent alors prohibitifs (8,5 % à 3 mois en mars 1969, 11 % en fin d'année). Cela conduisit à un excès de la demande de dollars par rapport aux autres devises sur les marchés des changes, et pour maintenir les taux de changes les autorités monétaires étrangères vendirent des dollars de leurs réserves. Elles en placèrent aussi directement sur le marché des eurodollars.

En 1968, le passif liquide des Etats-Unis sur les banques commerciales étrangères s'accrut de 3,8 milliards de dollars, le passif liquide et non liquide sur les autorités officielles étrangères diminua de 0,7 milliard de dollars, et les réserves officielles s'accrurent de 0,9 milliard de dollars. La balance des règlements officiels fut ainsi en excédent de 1,6 milliard de dollars et celle de liquidité de 0,2.

En 1969 ces chiffres furent respectivement 8,8 milliards de

1. Chaque fin de trimestre, le département du Commerce publie dans le *Survey of Current Business* les statistiques commentées de la balance des paiements américaine. La méthodologie comptable utilisée est expliquée dans un numéro spécial : *Dictionary of Economic and Statistical Terms*, 1969. Des statistiques et des commentaires plus concis peuvent être trouvés dans le *Federal Reserve Bulletin* d'avril de chaque année.

dollars, 1,5 milliard de dollars et 1,2 milliard de dollars. La balance des règlements officiels marqua cette fois un excédent de 2,7 milliards de dollars.

Les fonds américains à court terme, qui ne pouvaient se placer aux Etats-Unis qu'à des taux d'intérêt plafonnés par la « Réglementation Q », allèrent se placer sur le marché des eurodollars (par le canal des erreurs et omissions). Ils financèrent ainsi les banques commerciales américaines par un chemin détourné. La balance de liquidité, qui mettait au-dessous de la ligne les dépôts auprès des banques de leurs succursales à l'étranger, et au-dessus de la ligne les placements des Américains sur le marché des eurodollars, enregistra ainsi un déficit, tout à fait fictif, de 7 milliards de dollars¹.

En 1970, la politique monétaire de la Federal Reserve Board devint moins sévère. En particulier, les taux d'intérêts maximaux des dépôts à court terme furent augmentés, voire supprimés, et la politique de crédit fut moins restrictive. D'autre part, en fin 1969, les dépôts des succursales des banques américaines furent soumis au système des réserves. Le mécanisme précédent se retourna.

Les banques américaines cessèrent d'emprunter par l'intermédiaire de leurs succursales sur le marché des eurodollars, et même y prêtèrent. Cela entraîna une baisse des taux (7 % à 3 mois en décembre 1970). Les entreprises étrangères, subissant alors dans beaucoup de pays une politique monétaire sévère, empruntèrent sur ce marché (7 milliards de dollars de la part des entreprises européennes en 1970, d'après la B.R.I.), et vendirent les dollars ainsi obtenus à leurs banques centrales, ce qui accrut les réserves de celles-ci.

En 1970, le passif liquide des Etats-Unis sur les banques commerciales étrangères diminua de 6,2 milliards de dollars, le passif liquide et non liquide sur les autorités officielles étrangères s'accrut de 7,3 milliards de dollars, et les réserves officielles diminuèrent de 3,3 milliards de dollars. La balance des règlements officiels fut ainsi en déficit de 10,7 milliards de dollars, et celle de liquidité de 4,7.

1. 1 milliard de dollars de celui-ci s'explique en réalité par un déplacement de passifs à court terme sur les autorités étrangères, de la catégorie non liquide située au-dessus de la ligne à la catégorie liquide située au-dessous. Comme le partage est ici tout à fait arbitraire, cette partie du déficit est encore fictive.

Ce reflux continua en 1971, le taux sur le marché des eurodollars continuant à être très supérieur à celui aux Etats-Unis. Plus précisément, les emprunts des Etats-Unis sur ce marché furent réduits de 4,9 milliards de dollars, contre 6,3 l'année précédente.

A ce phénomène, fondé sur une différence dans les taux d'intérêt, s'ajouta une spéculation extrêmement violente contre le dollar, à la suite de la démystification brutale de l'aspect favorable de la balance des paiements américaine en 1968 et 1969.

Les sorties de capitaux privés américains dépassèrent 9,5 milliards de dollars, soit 2,5 de plus que l'année précédente. Les entrées de capitaux privés non liquides de l'étranger furent de moins de 2 milliards de dollars, soit le tiers de l'année précédente. Enfin, 10 milliards de dollars, probablement des sorties de capitaux américains à court terme, s'évaporèrent par le canal des erreurs et omissions.

Cette fuite spéculative accrut la différence entre les taux d'intérêt, ceux sur le marché de l'eurodollar augmentant rapidement par suite d'emprunts massifs de personnes privées étrangères, aussitôt convertis auprès de leurs banques centrales.

Au total, durant cette année, le passif liquide et non liquide sur les autorités officielles étrangères s'accrut de 27,4 milliards de dollars, et les réserves officielles diminuèrent de 3,1 milliards. La balance des règlements officiels fut ainsi en déficit de 30,5 milliards de dollars.

Tout ceci déboucha sur la suspension par le président Nixon de la convertibilité du dollar le 15 août 1971, et sur la modification des parités internationales du 18 décembre 1971.

On aura remarqué la sensibilité de la balance des règlements officiels à la politique monétaire (beaucoup plus grande que celle de la balance de liquidité). On aura noté aussi que la crise spéculative de 1971 n'a pas impliqué les seuls dollars détenus par les étrangers, ainsi que le supposait la balance de liquidité de Lederer, mais aussi des dollars détenus par les Américains. On aura observé certaines incohérences de cette balance, qui se sont manifestées en 1969. Enfin, on aura remarqué que les flux « sensibles à la politique monétaire », et ceux menaçant le dollar en période de spéculation, ne sont pas seulement à court terme. Lary et Lederer nous semblent avoir confondu le terme et la liquidité d'un actif, notions théoriquement et dans les faits très différentes.

ANNEXE 2. — *Intervention des banques centrales
sur le marché des eurodollars*

Considérons deux pays (1 et 2), leurs banques centrales (BC_1 et BC_2), et une banque commerciale du second pays (bc).

Période 1 : BC_1 possède un dépôt de 1 000 \$ à New York ;

Période 2 : BC_1 place ces 1 000 \$ sur le marché des eurodollars par l'intermédiaire de bc ;

Période 3 : bc a besoin de monnaie nationale (pour simplifier supposons que celle-ci soit le F avec $5 F = 1 \$$) et change ces 1 000 \$ à sa banque centrale BC_2 .

Nous pouvons établir les tableaux comptables ci-dessous :

	BC_1		bc		BC_2	
	<i>Actif</i>	<i>Passif</i>	<i>Actif</i>	<i>Passif</i>	<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Période 1	Dépôt					
	à N.Y. :					
	1 000 \$					
Période 2	Dépôt		Dépôt		Dépôt	
	à bc :		à N.Y. :		de BC_1 :	
	1 000 \$		1 000 \$		1 000 \$	
Période 3	Dépôt		Dépôt		Dépôt	
	à bc :		à BC_2 :		de BC_1 :	à N.Y. :
	1 000 \$		5 000 F		1 000 \$	1 000 \$
					Monnaie :	5 000 F

On en déduit les remarques suivantes :

1) Durant la période 2, les réserves en dollars des banques centrales sont restées les mêmes, les Etats-Unis sont menacés au même degré que durant la période 1 de leur conversion en or, et la balance des règlements officiels s'est améliorée de 1 000 \$!

2) Durant la période 3, les réserves en dollars des banques centrales ont augmenté de 1 000 \$, ce qui correspond à une création de celles-ci fondée sur le marché de l'euro-dollar. Les Etats-Unis sont menacés au même degré que durant la période 1, et leur balance des règlements officiels est la même.

3) Une dévaluation de 10 % du dollar durant la période 3 entraîne :

- une perte de 500 F pour BC_1 ;
- une perte de 500 F pour BC_2 ;
- un gain de 500 F pour bc ;
- un gain de 500 F pour les Etats-Unis.

La procédure d'accroissement des réserves est fondée sur le désir des banques centrales de placer leurs dollars sur le marché bien rémunéré des eurodollars. Sa conséquence est, par une sorte de déséconomie externe, un accroissement du risque qu'elles assument. Celui-ci est fonction des actifs nets en dollars de chaque banque centrale, qu'ils soient placés aux Etats-Unis ou sur le marché des eurodollars. Par contre, la responsabilité des Etats-Unis ne concerne que les premiers.

La Banque des Règlements internationaux estime que la progression des placements officiels sur le marché des euromonnaies en 1970 n'a pas été de beaucoup inférieure à 7 milliards de dollars. Une interprétation vraisemblable des sources non identifiées de liquidité permet d'estimer qu'une partie importante de ceux-ci a reflué vers les réserves officielles et les a augmentées d'autant.

Ce comportement fut lié à la politique de relance aux Etats-Unis, mise en œuvre essentiellement par des moyens monétaires, ce qui contribua à établir des taux sur le marché monétaire américain beaucoup plus bas que sur celui des eurodollars.

Pour réagir contre l'accroissement du risque et l'instabilité du marché des eurodollars, auquel conduit ce comportement, les banques centrales du groupe des Dix ont décidé de commun accord, en juin 1971, qu'elles ne placeraient plus pour le moment de dollars sur le marché des eurodollars, et qu'elles pourraient peut-être les en retirer.

Les autorités monétaires américaines ont, pour leur part, proposé d'intervenir, en assurant une meilleure rémunération des réserves en dollars par la vente de bons Roosa¹, et en empruntant sur le

1. Les bons Roosa, dénommés en monnaie du pays qui les détient, garantissent contre les dévaluations du dollar. Le 5 mai 1971, les autorités officielles allemandes durent acquérir 1 milliard de dollars en cinquante minutes pour éviter au mark d'être apprécié par rapport au dollar. Elles décidèrent alors de laisser flotter le mark sur le marché des changes, en

marché des eurodollars, afin de briser le processus de création de réserves en dollars que nous avons décrit.

Ces décisions n'ont cependant pas suffi à empêcher la crise du dollar à laquelle ce processus a contribué.

On aura remarqué que les placements des banques centrales étrangères sur le marché des eurodollars, dont la contrepartie fut l'accroissement des dépôts des succursales des banques américaines auprès de leurs maisons mères, créèrent des excédents fictifs de la balance des règlements officiels en 1968 et 1969. Le phénomène inverse eut lieu en 1970.

ANNEXE 3. — *L'équilibre de la balance des paiements américaine*

La balance de base américaine n'a été publiée par le département du Commerce que durant les dernières années 40, les premières années 50, et la première moitié des années 60. Nous en avons fait l'estimation pour les années manquantes.

Cette balance place les erreurs et omissions au-dessous de la ligne. Il a semblé probable aux comptables américains que ce poste reflétait des mouvements de capitaux privés à court terme non enregistrés.

Cette approximation est en tous les cas très grossière. Le poste erreurs et omissions étant presque toujours négatif, elle a conduit à une sous-estimation du déficit de la balance de base américaine (et une surestimation du déficit des autres balances).

En juin 1971, le département du Commerce réintroduisit cette balance sous une forme très voisine, sous l'intitulé de balance des comptes courants et des mouvements de capitaux à long terme. Il justifia son intérêt en écrivant qu'elle indiquait les tendances à long terme de la balance des paiements américaine, qui sont masquées par des phénomènes de courte période (en particulier les mouvements de capitaux à court terme). Cette notion nous semble peu claire et peu convaincante, comme nous l'avons signalé précédemment.

La balance des règlements officiels a paru de 1960 à maintenant,

évitant d'intervenir sur celui-ci. A la fin de juin 1971, les autorités officielles américaines se déclarèrent prêtes à vendre 5 milliards de dollars de bons Roosa à la Banque fédérale d'Allemagne.

TABLEAU I

	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
	(milliards de dollars)							
Balance de base	— 1	— 0,5	— 3,7	— 4,3	— 1,6	— 0,2	— 1,4	— 2
Balance des comptes courants et des mouvements de capitaux					— 1,2	0	— 1	— 1,3
Balance des règlements officiels					— 3,4	— 1,3	— 2,6	— 1,9
Balance de liquidité	— 1	0,6	— 3,4	— 3,9	— 3,7	— 2,4	— 2,7	— 2,7
Balance de liquidité nette					— 3,7	— 2,2	— 2,8	— 2,6
Gains en réserves officielles	0,9	1,2	— 2,3	— 1	— 2,1	— 0,6	— 1,5	— 0,4
1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	
Balance de base	— 0,4	— 2,1	— 1,1	— 2,7	— 1,2	— 3,8	— 2,3	
Balance des comptes courants et des mouvements de capitaux	0	— 1,8	— 1,6	— 3,2	— 1,3	— 2,9	— 3	— 9,3
Balance des règlements officiels	— 1,5	— 1,3	0,2	— 3,4	1,6	2,7	— 10,7	— 30,5
Balance de liquidité	— 2,8	— 1,3	— 1,4	— 3,5	0,2	— 7	— 4,7	
Balance de liquidité nette	— 2,7	— 2,5	— 2,1	— 4,7	— 1,6	— 6,1	— 4,7	— 22,7
Gains en réserves officielles	— 0,2	— 1,2	— 0,6	— 0,1	0,9	1,3	— 3,3	— 3,1

Les dotations en D.T.S. n'ont pas été prises en compte.

et celle de liquidité jusqu'au début de l'année 1971. La suppression de celle-ci fut décidée à la suite des imperfections qu'elle mit en évidence en 1969 et que nous évoquons dans l'annexe 1. En juin 1972, le département du Commerce lui substitua la balance de liquidité nette.

Celle-ci place au-dessus de la ligne, outre les éléments de la balance des comptes courants et des mouvements de capitaux, les flux de capitaux privés non liquides à court terme, les D.T.S. et les erreurs et omissions. Il convient de remarquer que, quand celles-ci contiennent, comme l'on l'a déjà fait remarquer, des fonds américains à court terme vers le marché des eurodollars, l'estimation de la balance de liquidité nette devient pessimiste.

Le partage entre flux de capitaux à court terme liquides et non liquides ne peut être qu'arbitraire. Le passif à court terme des banques est considéré comme liquide, et le passif à court terme des agents non bancaires est considéré comme non liquide. Le partage de l'actif est un peu plus compliqué.

CHAPITRE II

Structure de la balance des paiements des Etats-Unis sur les principaux pays et zones industrialisés

Nous avons étudié la structure de la balance des paiements américaine, cumulée sur des périodes d'une dizaine d'années, à l'égard des principaux pays et zones. Nous espérons ainsi en saisir la structure profonde au-delà des mouvements conjoncturels. Le choix des périodes est fondé sur le désir d'éliminer ces mouvements. Ses justifications, assez techniques, ne sont pas reprises ici.

Nous avons, à partir du *Survey of Current Business*, établi les tableaux suivants :

TABLEAU I

*Variation des avoirs et dettes
des Etats-Unis sur le Royaume-Uni de 1960 à 1968*

	(millions de dollars)		
	<i>Variation de l'actif</i>	<i>Variation du passif</i>	<i>Variation du solde</i>
1. Long terme	3 196	186	3 010
1.1. Investissements directs	2 716	269	2 447
1.2. Autres long terme..	480	— 83	563
2. Court terme ⁽¹⁾	2 335	6 072	— 3 737

(¹) Y compris les réserves officielles.

TABLEAU 2

*Variation des avoirs et dettes
des Etats-Unis sur le Japon de 1962 à 1969*

(millions de dollars)

	<i>Variation de l'actif</i>	<i>Variation du passif</i>	<i>Variation du solde</i>
1. Long terme.....	1 173	674	499
1.1. Investissements directs	423	— 5	428
1.2. Autres long terme .	750	679	171
2. Court terme ⁽¹⁾	1 708	2 241	— 533

⁽¹⁾ Y compris les réserves officielles.

En regardant dans les deux tableaux la colonne de variation du solde, on constate que les Etats-Unis ont été des prêteurs à long terme et des emprunteurs à court terme, donc se sont comportés comme un intermédiaire financier. Le mouvement net de capitaux américains est sensiblement nul. En réalité, il conviendrait de nuancer cette affirmation, car, en toute logique, les profits des filiales américaines réinvestis sur place, non recensés par la balance des paiements, devraient entrer dans le poste long terme.

Pour le Canada de 1960 à 1969, la situation est tout à fait différente. La balance de base est en équilibre et l'excédent important de la balance des biens et services sert à financer le solde des transferts et des mouvements de capitaux à long terme (donc les investissements directs) très nettement déficitaire¹.

1. De 1962 à 1970, le Canada a été en régime de change fixe après avoir été, durant plus de dix ans, en régime de change flottant. On remarque donc que celui-ci n'est pas responsable de notre résultat.

Pour l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud, nous pouvons établir le tableau suivant :

TABLEAU 3

*Variation des avoirs et dettes
des Etats-Unis sur l'Australie, la Nouvelle-Zélande
et l'Afrique du Sud de 1960 à 1969*

(millions de dollars)

	<i>Variation de l'actif</i>	<i>Variation du passif</i>	<i>Variation du solde</i>
1. Long terme	2 092	159	1 933
1.1. Investissements directs	1 506	57	1 449
1.2. Autres long terme..	586	102	484
2. Court terme ⁽¹⁾	119	394	— 275

(¹) Y compris les réserves officielles.

La balance des biens et services est excédentaire.

L'ensemble de ces trois pays semble un cas intermédiaire entre le Canada d'une part et le Royaume-Uni et le Japon d'autre part. Les Etats-Unis prêtent à long terme et empruntent à court terme comme un intermédiaire financier, mais la plus grande partie de leurs prêts à long terme est la conséquence de leur balance commerciale excédentaire.

Pour l'Europe de l'Ouest, Royaume-Uni exclu, on peut établir le tableau 4 ci-contre.

La balance des biens, services et transferts est excédentaire, et les Etats-Unis sont emprunteurs nets. Le paradoxe se résout par un poste « erreurs et omissions » qui est considérable.

Si ce poste était entièrement constitué de capitaux à court terme, nous nous trouverions dans la situation du Canada : les Etats-Unis placeraient à long terme en Europe

TABLEAU 4

*Variation des avoirs et dettes
des Etats-Unis sur l'Europe de 1960 à 1967*

(millions de dollars)

	<i>Variation de l'actif</i>	<i>Variation du passif</i>	<i>Variation du solde</i>
1. Long terme.....			
1.1. Investissements directs	7 262	400	6 862
1.2. Autres long terme.	1 161	1 758	— 597
2. Court terme ⁽¹⁾	1 011	12 040	— 11 029
Erreurs et omissions			10 212
Balance des biens, services et transferts unilatéraux (— pour excédent)			— 5 448

(¹) Y compris les réserves officielles.

l'excédent de leur balance commerciale. Cette explication serait cependant en contradiction avec trop de phénomènes bien connus, telle l'accumulation de dollars à court terme en Europe, pour pouvoir être acceptée.

Nous préférons admettre que, comme pour le Japon et le Royaume-Uni, les Etats-Unis jouent un rôle d'intermédiaire financier, empruntant à court terme et prêtant à long terme, mais à un degré difficile à déterminer.

Il nous semble nécessaire de faire à ce stade une digression sur la signification du poste « erreurs et omissions ». Celui-ci est constitué de deux parts :

- les erreurs et omissions proprement dites, de même nature que celles qui apparaissent dans la balance des paiements des Etats-Unis à l'égard du monde entier ;
- les transferts de fonds entre zones effectués en dollars. Le marché des eurodollars (situé pour une bonne part à Londres) est probablement une composante essentielle de cette part.

Une répartition des erreurs et omissions par rapport au monde entier par pays ou zone, proportionnellement aux exportations, montre que la première part est négligeable à côté de la seconde.

Nous nous trouvons en face d'un problème qui n'est pas tant statistique que théorique. A des relations multilatérales entre pays, nous avons substitué des relations bilatérales entre les Etats-Unis et les autres pays.

Cette approche serait justifiée si, dans le moyen terme, les pays autres que les Etats-Unis avaient les uns à l'égard des autres des mouvements de capitaux de différents termes nuls. Alors les erreurs et omissions auraient des contreparties en capitaux de même terme, en numéraires autres que le dollar, et pourraient être réparties entre le court terme et le long terme américains.

Il n'en est hélas pas ainsi et rien ne dit qu'un mouvement de capitaux américain vers un pays n'a pas son impact (en dollars ou autre monnaie) dans un autre pays au terme d'une chaîne qui peut être assez longue. Cette insuffisance de notre étude existe, même quand les erreurs et omissions cumulées sont nulles.

On remarque que, pour l'Europe de 1960 à 1967, une compensation s'effectue partiellement entre l'accroissement des investissements et la diminution du solde des autres long terme.

H. G. Grubel¹ a étudié les taux des profits des titres de 11 pays sur la période 1959-1966. Ce qui caractérise les titres américains n'est pas tant l'importance de la moyenne de leurs taux de profit que la faible dispersion de ceux-ci sur la période², ce qui les rend plus sûrs.

1. Internationally diversified portfolios : welfare gains and capital flows, *American Economic Review*, décembre 1968.

2. Ceci pourrait être dû à ce que les intermédiaires financiers jouent un rôle plus important sur le marché des actions aux Etats-Unis qu'en Europe, et qu'ils sont un facteur de stabilisation.

H. Levy et M. Sarnat¹ ont trouvé une conclusion du même ordre pour 28 pays sur la période 1951-1967.

Les portefeuilles optimaux, déterminés dans les deux études par la méthode de sélection de portefeuille de H. M. Markovitz², ne comprennent pratiquement pas de titres européens (à l'exception du Royaume-Uni dans la première étude, et de l'Autriche dans la seconde).

Ainsi, on peut penser que les épargnants européens placent leur épargne à long terme auprès des entreprises américaines, qui utiliseraient celle-ci à des investissements directs en Europe.

Les Etats-Unis seraient non seulement l'intermédiaire financier empruntant à court terme et prêtant à long terme, mais fourniraient « l'aval » permettant à l'épargne à long terme d'un pays de s'investir sur place au moindre risque. Pour fournir cet aval, un contrôle américain sur l'entreprise effectuant l'investissement serait nécessaire.

En 1968 et 1969 il y a eu des flux importants de capitaux à long terme de l'Europe vers les Etats-Unis (autres que des investissements directs) (dus aux taux d'intérêt élevés découlant des anticipations optimistes des entreprises, des anticipations à la hausse des prix induites par une inflation croissante commencée en 1966, et d'une politique monétaire sévère), une diminution des flux à court terme des Etats-Unis vers l'Europe (due à une amélioration de la balance américaine des règlements officiels), et une diminution des flux d'investissements directs américains vers l'Europe (due aux mesures restrictives les concernant). Ces mesures restrictives autorisaient les émissions des entreprises américaines sur les marchés étrangers ou internationaux, dans le but de financer les investissements de leurs filiales. Cela a contribué à renforcer les investissements de portefeuille de l'Europe vers les Etats-Unis.

1. International diversification of investment portfolios, *American Economic Review*, septembre 1970.

2. *Portfolio selection*, Cowles Commission, New York, 1959.

Le processus de transformation court terme-long terme s'est partiellement retourné. L'année 1970 (par suite de l'atténuation des mesures politiques précédemment citées) nous semble marquer un retour à la normale. Cependant, elle est caractérisée par un poste « erreurs et omissions » considérable (— 7,5 milliards de dollars, six fois le flux d'investissements directs américains !), donc l'interprétation ne peut être que sujette à caution. L'année 1971 présente une structure proche de celle de l'année 1970, mais la spéculation contre le dollar qui l'a caractérisée en rend son interprétation ambiguë.

Les analyses de ce chapitre ont parfois été appliquées à des tentatives de nouvelles définitions de l'équilibre de la balance des paiements, notamment par C. P. Kindleberger (référence donnée dans le chapitre suivant).

On imagine facilement par exemple qu'un intermédiaire financier surveille le niveau de ses actifs liquides relativement à ses dépôts.

La balance de liquidité américaine définit les premiers par les réserves, les seconds par les capitaux à court terme de l'étranger sur les Etats-Unis, et fixe le ratio à 1. Les économistes qui comparent les engagements officiels américains envers l'étranger au stock d'or, et se plaignent que celui-ci leur soit inférieur (depuis 1963) font un raisonnement similaire.

Kindleberger fait remarquer que le ratio $\frac{\text{actifs liquides}}{\text{dépôts}}$

est pour une banque de l'ordre de 0,2, et conclut que les analyses « incorrectes » du paragraphe précédent sont responsables des crises de confiance dans le dollar, qui n'ont pas de cause objective.

En réalité, Kindleberger joue un peu trop sur des analogies superficielles. Les risques de liquidité d'un intermédiaire financier et des Etats-Unis sont très différents dans leur ampleur et leur nature.

Il n'est pas sans intérêt de rappeler que la zone sterling fonctionne depuis très longtemps avec un ratio très inférieur à 1.

Les tentatives de définition de l'équilibre de la balance des paiements effectuées dans cette direction apparaissent cependant très faibles sur un plan théorique et absolument pas opérationnelles. Aussi n'insisterons-nous pas sur celles-ci.

Nous n'avons fait jusqu'à présent qu'une interprétation superficielle de données comptables. Il est tout à fait abusif d'associer des postes de la balance des paiements sans théorie justificative, simplement parce qu'ils ont le même ordre de grandeur¹. Nous devons donc essayer de justifier l'analyse de ce chapitre dans la suite du livre. Pour séparer les difficultés, nous y examinerons successivement deux cas extrêmes mis en évidence par nos données comptables :

- celui où les Etats-Unis sont des prêteurs à long terme et des emprunteurs à court terme, dans les chapitres III, IV et V ;
- celui où la contrepartie des investissements directs américains est un excédent de la balance des biens et services des Etats-Unis, dans le chapitre VI.

L'intégration de ces deux cas extrêmes sera présentée dans le chapitre V.

1. Très souvent aucune justification n'est donnée à des associations arbitraires de postes de la balance des paiements, qu'effectuent des économistes tentant d'analyser sa structure. D'où le peu de sérieux de remarques brillantes : le déficit de la balance américaine finance la guerre du Vietnam, l'aide au développement, etc. Les critiques de R. TRIFFIN (*La balance des paiements américaine, le dollar et les investissements directs en Europe, La politique industrielle de l'Europe intégrée*, Travaux et recherches de la Faculté de Droit et des Sciences économiques de Paris, série Europe n° 7, 1967) de la thèse de KINDLEBERGER (que nous exposons dans le chapitre III), à l'aide de tels arguments, nous semblent ainsi dénuées d'intérêt.

CHAPITRE III

Les Etats-Unis prêteurs à long terme et emprunteurs à court terme : l'explication par les préférences pour la liquidité

C. P. Kindleberger¹ considère un pays, « par exemple l'Allemagne, ayant un taux d'épargne et un taux d'investissement élevés ». Si ce pays est isolé, « si les épargnants ont une forte préférence pour la liquidité et si les entrepreneurs désirent un financement à long terme, le taux d'intérêt à long terme sera élevé et le taux d'intérêt à court terme bas... ». Mettons ce pays en contact avec les marchés de capitaux étrangers ou plus particulièrement « avec un pays où la préférence pour la liquidité est beaucoup plus basse. Les entrepreneurs qui souhaitent avoir un passif à long terme empruntent à l'étranger. Les épargnants qui n'ont plus de débouchés pour leur épargne dans le pays ne peuvent que prêter à l'étranger » (au besoin par l'intermédiaire des banques ou du gouvernement).

1. C. P. KINDLEBERGER, Balance of payments deficits and the international market for liquidity, *Europe and the Dollar*, M.I.T. Press, 1966, et E. DESPRES, C. P. KINDLEBERGER, W. S. SALANT, The dollar and world liquidity. A minority view, *The Economist*, 5 février 1968.

Ceci peut donner lieu aux diagrammes suivants :

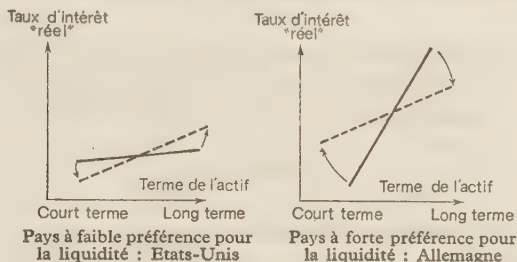


FIG. 1

————— Quand les marchés monétaires et de capitaux des deux pays sont séparés.

----- Quand les marchés monétaires et de capitaux des deux pays ne sont pas séparés.

Kindleberger les commente :

« Prenons deux marchés monétaires et de capitaux ayant des préférences pour la liquidité différentes, et mettons-les en contact. Le marché ayant une forte préférence pour la liquidité empruntera long et prêtera court. Le marché ayant une faible préférence pour la liquidité empruntera court et prêtera long. Ce dernier marché, que nous appellerons Etats-Unis, verra ses taux à court terme décroître et ses taux à long terme augmenter. L'autre marché, l'Allemagne, verra ses taux à court terme augmenter et ses taux à long terme décroître. »

Comme tout échange (c'est-à-dire de capitaux courts contre des capitaux longs) est avantageux pour les deux parties, le déficit de la balance des paiements américaine à l'égard de l'Europe est une bonne chose.

Kindleberger ne fournit aucune vérification empirique de sa théorie. D. Tommasi¹ a essayé de mesurer les préférences pour la liquidité de différents pays, en régressant la vitesse de circulation de la monnaie *V* par rapport à

1. *Le rôle d'intermédiation financière des Etats-Unis*, CEPREMAP, février 1970.

un taux d'intérêt à long terme i (obligations d'Etat)¹ :

$$V = ai + b.$$

Les résultats n'ont été significatifs que pour la République fédérale d'Allemagne, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et les Pays-Bas. Ils sont donnés dans le tableau ci-dessous.

TABLEAU 1

<i>Pays</i>	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>R</i>
République fédérale d'Allemagne 1958-1967	0,191 (0,093)	4,826 (0,614)	0,58
Pays-Bas 1958-1967	0,250 (0,043)	2,652 (0,210)	0,90
Royaume-Uni 1958-1967.....	0,108 (0,031)	2,064 (0,185)	0,76
Etats-Unis 1958-1967	0,635 (0,111)	1,055 (0,474)	0,89

Pour un i de 6 %, on obtient :

TABLEAU 2

<i>Pays</i>	<i>Y/M</i>
République fédérale d'Al- lemagne	5,98
Pays-Bas	4,35
Royaume-Uni	2,70
Etats-Unis	4,85

1. Tommasi effectue aussi des régressions par rapport à un taux cours (*treasury bills* à trois mois pour les pays anglo-saxons, taux du marché monétaire pour les autres pays) et par rapport à un taux global calculé par l'Union des Banques Suisses. La nature des conclusions n'est pas modifiée. Tommasi a été inspiré par un article de H. A. LATANÉ (*Income velocity and interest rates : a pragmatic approach, Review of Economics and Statistics*, novembre 1960) où celui-ci essaie de mesurer la vitesse de circulation de la monnaie, en fonction du taux d'intérêt des obligations *des entreprises*, aux Etats-Unis pour la période 1909-1958. Son résultat est : $V = 0,77 i + 0,38 R = 0,88$.

On peut remarquer qu'il est voisin de celui de Tommasi, où le taux d'intérêt est celui des obligations *d'Etat*, et la période 1958-1967.

Il convient d'être très prudent sur la portée de ces résultats. En effet :

- *i* n'est qu'un des nombreux taux d'intérêt à long terme ;
- la monnaie n'est qu'un des actifs à court terme ;
- la vitesse de circulation de la monnaie n'est peut-être pas un très bon indicateur de la préférence pour la liquidité. Il serait préférable de considérer l'actif consolidé à court terme des prêteurs sur les emprunteurs nationaux et étrangers, qui n'est pas exactement la contrepartie de la masse monétaire.

On peut en tout cas estimer vraisemblable que la préférence pour la liquidité est sensiblement du même ordre pour la République fédérale d'Allemagne, les Pays-Bas et les Etats-Unis. Elle est par contre nettement plus forte pour le Royaume-Uni. La thèse de Kindleberger serait particulièrement apte à expliquer les flux de capitaux américains vers ce pays, mais pas vers les autres.

Kindleberger fonde son analyse sur les différences de préférences de la liquidité de différents pays. Le concept qu'il utilise est trop agrégé pour être clair, et c'est un des mérites de W. S. Salant¹ de l'avoir « décontracté ».

Salant remarque que la fonction d'intermédiaire financier des Etats-Unis peut avoir plusieurs motifs.

D'abord, d'une façon générale, les épargnants désirent un actif plus liquide que le passif que souhaitent les emprunteurs. L'écart peut être plus important en Europe qu'aux Etats-Unis et, à *capacité égale de transformation des intermédiaires financiers locaux*, conduit à un échange de capitaux de termes différents entre les deux régions. Mais, même si l'écart est identique entre l'Europe et les Etats-Unis, le rôle d'intermédiaire financier de ces derniers peut s'expliquer.

1. Capital markets and the balance of payments of a financial center, *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, Princeton University Press, 1966.

Les intermédiaires financiers américains sont en forte compétition et se contentent de marges faibles pour transformer le crédit. Il n'en serait pas de même en Europe (Salant donne comme argument la plus grande différence entre les taux d'intérêts prêteurs et emprunteurs à court terme). D'autre part, les intermédiaires financiers exercent en Europe un contrôle sur l'industrie qu'ils n'exercent pas aux Etats-Unis.

Il se peut aussi que les intermédiaires financiers américains aient un coût moindre, à service égal, que les intermédiaires européens.

Il faut enfin signaler que la taille du marché financier américain rend facile la vente de titres à long terme par leurs propriétaires, et ce sans risque de perte. Les titres à long terme sont donc beaucoup plus liquides aux Etats-Unis, et ceci peut expliquer (en partie) pourquoi la préférence pour la liquidité est moindre dans ce pays (premier motif), et (en partie) le coût moindre lié à un risque moindre des intermédiaires financiers (troisième motif).

Salant conclut que le rôle d'intermédiation financière des Etats-Unis est indispensable à l'Europe. Il abaisse les taux d'intérêt à long terme, favorisant l'investissement et la croissance. Mieux, en leur absence, les taux d'intérêt à long terme conduisant à l'égalité entre l'épargne à long terme et l'investissement, pourraient être supérieurs à la rentabilité de celui-ci. D'où impossibilité de l'épargne de s'investir et chômage. Enfin, il introduit une concurrence accrue entre intermédiaires financiers en Europe.

Salant n'étudie pas vraiment le rôle des politiques économiques des pays considérés. Il se borne à énoncer que la politique monétaire ne pourrait se substituer à l'intermédiation américaine qu'en agissant sur tous les taux, ce qui n'est pas le cas (absence d'action sur les taux longs). Il n'en serait pas de même d'une politique fiscale.

Pour notre part, il nous semble difficile de ne pas admettre que les différences de préférence pour la liquidité entre les

Etats-Unis et l'Europe ne soient pas fortement influencées par les différences de politique monétaire. Nous avons remarqué dans le chapitre II que l'importance des investissements de portefeuille de l'Europe aux Etats-Unis en 1968 et 1969 était liée à la sévérité de la politique monétaire américaine de cette époque. Les taux d'intérêts à long terme étaient élevés par suite de celle-ci, des anticipations favorables des entreprises et des anticipations à la hausse des prix dues à une inflation croissante commencée en 1966, et ceux à court terme étaient plafonnés par la « Reglementation Q ». Durant cette période, la préférence pour la liquidité des Etats-Unis était élevée, et le processus de transformation de Kindleberger fonctionna en sens inverse pour le flux à long terme le plus sensible.

Le processus de transformation de Kindleberger apparaît alors comme un obstacle à l'indépendance des politiques monétaires. Les pays « bénéficiant » de l'intermédiation financière des Etats-Unis, dont le coût est la différence entre les taux de rémunération des actifs à long terme américains et à court terme européens, ne paraissent guère, dans les faits, se réjouir du surcroît de liquidité intérieure à caractère inflationniste qu'il crée. Il suffit pour cela d'examiner les problèmes qu'a posés la neutralisation de celui-ci à l'Allemagne, l'Italie et le Japon au cours de ces dernières années¹.

Cependant, même en l'absence de ces politiques, l'accroissement de la liquidité intérieure du pays peut être nettement inférieur à l'accroissement de ses avoirs en dollars à court terme. Pour s'en convaincre, il suffit de regarder l'Annexe du *Rapport du Conseil national du Crédit pour l'année 1970* (p. 156-157). Deux graphiques de l'évolution des contre-

1. Si la banque centrale neutralise le surcroît de liquidité créé par le processus d'intermédiation, en diminuant les crédits aux entreprises, et si celles-ci réagissent en diminuant leurs investissements, on remarque qu'il y a simplement spoliation du capital national au profit du capital étranger.

TABLEAU 3

Marges des taux d'intérêt bancaires

<i>Pays</i>	<i>1960</i> %	<i>1961</i> %	<i>1962</i> %	<i>1963</i> %	<i>1964</i> %	<i>1965</i> %	<i>1966</i> %	<i>1967</i> %
Allemagne fédérale	3,65	3,81	3,77	3,66	3,65	4,58	4,58	3,75
Belgique	5,77	5,28	4,71	5,14	5,37	5,36	5,63	4,75
France	3,43	3,02	3,06	3,26	3,33	3,33	3,03	3,52
Italie	4,29	4,22	4,32	4,59	4,53	4,52	4,60	4,63
Pays-Bas	2,95	2,92	3,24	3,08	3,52	3,57	4,57	3,89
Grande-Bretagne	4,12	4,73	3,65	3,65	5,30	4,71	5,09	5,58
Suisse	1,74	1,78	1,71	1,65	1,80	1,72	1,81	1,92
Etats-Unis	3,62	3,57	3,30	3,30	3,21	2,60	2,63	2,64

Union des Banques Suisses.

parties des masses monétaires et quasi monétaires de 1960 à 1970 montrent comment les fluctuations des avoirs en or et devises furent compensées par celles en sens inverse des crédits à l'économie, sans que cela semble dû à une politique de la Banque de France¹.

Tommasi (*op. cit.*) essaie de vérifier si les intermédiaires financiers américains ont une marge de transformation inférieure à celle des intermédiaires européens, ainsi que l'écrit Salant. Il utilise une étude de l'Union des Banques Suisses² portant sur les taux d'intérêts d'actifs et de passifs du *système bancaire*. L'écart entre ces taux donne, dans une certaine mesure, une idée de la marge de transformation.

En général, les marges des taux d'intérêts bancaires sont plus faibles aux Etats-Unis qu'en Europe, ce qui semble confirmer ce qu'écrit Salant.

On ne constate que deux exceptions : jusqu'en 1963 les marges sont plus faibles en France et aux Pays-Bas qu'aux Etats-Unis.

Cette vérification a cependant trois limites :

- elle suppose que les structures d'actifs et de passifs des banques sont identiques ; elle pourrait tout aussi bien montrer que les banques américaines ont un actif plus liquide et un passif moins liquide que les banques européennes, et que les structures de taux d'intérêt sont identiques ;
- d'autre part, les banques ne constituent qu'une partie des intermédiaires financiers (majoritaire en Europe, minoritaire aux Etats-Unis). Or, les *mutual funds*, très importants aux Etats-Unis, ont des coûts relativement

1. Le lecteur intéressé trouvera une analyse et une mesure de ce phénomène dans l'article de J.-H. DAVID, Le comportement du système bancaire et l'évolution de la masse monétaire, *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, novembre 1971.

2. *Essai d'une comparaison internationale entre les taux d'intérêt à l'aide de moyennes pondérées*, Union des Banques Suisses, Zurich, 1968.

- plus élevés que ceux des mêmes services en Europe, qui sont souvent rendus par les banques ;
- enfin c'est une vérification *ex post*, après les mouvements internationaux de capitaux qui contribuent à égaliser les taux d'intérêt des différents pays.

D'autre part, A. Lamfalussy¹ écrit la mise en garde :

Etant donné la complexité des législations fiscales et des règles de fonctionnement des institutions, une telle comparaison (entre les taux d'intérêt à court terme et les taux d'intérêt à long terme) n'est pas possible au stade actuel de l'information statistique. Aussi faut-il s'abstenir de citer des exemples partiels complètement trompeurs. On dit, par exemple, que le taux auquel se financent les grandes sociétés américaines à New York, à très long terme, auprès des compagnies d'assurance, se situe au même niveau que le *prime rate* auquel ces mêmes entreprises empruntent en banque. Mais on peut aussi dire qu'entre 1958 et 1966, en moyenne, le taux des crédits de caisse n'a guère été différent en Belgique de celui des prêts à dix ans. Ou bien : que penser du coût énorme d'intermédiation financière que prélèvent les *mutual funds* américains sur les placements faits par les particuliers ? N'est-il pas vrai que les placements de ces ménages portent, de ce fait, un rendement réel très bas ? On pourrait multiplier les exemples à l'infini dans les deux sens. »

Une vérification empirique absolument rigoureuse de la moindre importance des marges de transformation financière tant aux Etats-Unis qu'en Europe semble donc impossible.

Nous avons fait remarquer dans le chapitre II que les Etats-Unis fournissent parfois l'« aval » permettant à l'épargne à long terme d'un pays de s'investir sur place au moindre risque. Nous avons également exposé l'argument de Salant montrant que la taille du marché financier américain rend facile la vente de titres à long terme par leur

1. *Les marchés financiers en Europe*, coll. « SUP », Presses Universitaires de France, 1968.

propriétaire, et ce sans risque de perte. Les titres à long terme sont donc beaucoup plus liquides aux Etats-Unis, et ceci peut expliquer la préférence pour la liquidité moindre de ce pays, et le coût moindre, par suite de la faiblesse du risque, des intermédiaires financiers. C'est dans la ligne de ces remarques que se situe l'analyse de S. C. Kolm¹.

« La production financière consiste à combiner plusieurs créances ou dettes, de façon à obtenir un actif ou un passif ayant des propriétés structurelles différentes de celles des éléments originels... Un cas particulier de transformation financière est la consolidation des créances ou la liquéfaction des dettes : le passif du transformateur est, en moyenne, plus liquide que son actif, parce qu'il est à court terme, à valeur plus sûre avec moins de risques de défaut, et facilement vendable. Cette transformation modifie les termes par juxtaposition, elle diminue par collectivisation deux sortes de risques : la défaillance des débiteurs et l'interruption des prêts en l'absence de nouveaux prêts pour leur succéder. »

Il poursuit :

« Puisque son mécanisme de base est la compensation dans le temps et dans l'incertain, la consolidation-liquéfaction peut être d'autant plus poussée que la masse de crédits transformés est plus importante... Entre centres financiers concurrents, il donne un grand avantage au plus important, et il lui permet d'offrir aux emprunteurs du capital à moindre taux d'intérêt. »

Il ne lui reste plus qu'à conclure :

« L'ampleur de l'assiette de la transformation bancaire aux Etats-Unis donne à ce pays un considérable avantage sur les autres pour l'efficacité de la production financière. »

Toutes les analyses précédentes considèrent le rôle des actifs à court terme en dollars, comme susceptible d'accroître la liquidité intérieure d'un pays.

Or, il nous semble que la vertu de ces actifs n'est pas seulement d'être liquides, mais aussi d'être en dollars,

1. La monétisation américaine du capital français, *Revue d'Economie politique*, novembre 1967.

c'est-à-dire dans une monnaie (de réserve) particulièrement commode, dans le système monétaire international actuel, pour effectuer les transactions internationales.

La fonction d'intermédiation financière que remplissent les Etats-Unis serait due aussi au besoin des autres pays de détenir des dollars comme instrument de réserve et de transactions internationales. Cette fonction extrêmement lucrative pour les Etats-Unis trouverait sa source dans un système monétaire international qui leur est particulièrement favorable.

Pour reprendre la terminologie de nombreux économistes, les Etats-Unis bénéficient « d'un droit du seigneur »¹. Le terme évoque la procédure assez peu honnête des autorités d'antan qui, ayant le monopole de l'émission, frappaient des pièces d'or dont la teneur en métal précieux était inférieure à la valeur faciale. Cette procédure fut abolie en Angleterre par l'instauration de la liberté pour chacun de frapper monnaie (*Act of free coinage*) en 1666. De la même façon, les Etats-Unis ont un quasi-monopole dans l'émission de la monnaie internationale. Quand par exemple celle-ci a pour contrepartie un flux d'investissements directs et est détenue par les autorités officielles, le seigneurage est le versement perpétuel d'un flux de revenu, égal à la différence entre le taux de profit réel des investissements directs et le taux d'intérêt réel des dépôts des banques centrales à New York.

A ce coût, il faudrait ajouter le risque assumé par les banques centrales dans la détention de dollars, qui s'est concrétisé par les dévaluations de celui-ci. Les banques centrales ne pouvaient en effet accroître leurs réserves que sous cette forme, pour l'essentiel. Même si elles ne désiraient

1. Le lecteur intéressé pourra lire sur ce sujet l'article de S. C. KOLM, Les Etats-Unis bénéficient-ils du « droit du seigneur » dans le système monétaire international ?, *Kyklos*, fasc. 3, 1970.

De nombreuses indications lui seront également données dans le livre de H. G. GRUBEL, chap. 7 et 8, cité dans la bibliographie générale.

pas accroître celles-ci, ou si elles voulaient échanger une partie de leurs dollars contre de l'or américain, elles en étaient empêchées par des pressions des Etats-Unis et la crainte de faire écrouler le système monétaire international¹.

Quand Kindleberger écrit que le déficit de la balance des paiements américaine à l'égard de l'Europe est le reflet d'un échange de capitaux à long terme américains contre des capitaux à court terme européens, et donc est souhaitable car tout échange est bon pour les deux parties, il oublie qu'il n'en est ainsi que si l'échange est volontaire et dans un environnement équitable.

Il ne nous semble pas sans intérêt de montrer que la problématique précédente et les analyses la concernant, relatives à des questions d'actualité, se retrouvent sous des formes qui ne sont pas absolument différentes, dans des phénomènes plus anciens.

J. Knapp² remarque que les capitaux étrangers peuvent être bénéfiques lorsqu'ils complètent une épargne insuffisante. Il n'en est plus de même quand un pays emprunte à long terme et prête à court terme à l'étranger. L'épargne n'est pas accrue par les capitaux étrangers, mais son terme est allongé. Cela traduit la faiblesse du système bancaire local, et l'importance de la préférence pour la liquidité, qui conduisent à un taux d'intérêt à long terme *ex ante* plus fort que celui de l'étranger, et un taux d'intérêt à court terme plus faible. Le coût de cette lacune est la différence entre les deux taux d'intérêts mondiaux, et on pourrait l'économiser en interdisant de tels flux de capitaux.

L'exemple que donne Knapp est celui des Etats-Unis de 1850 à 1914. Ils empruntèrent 3 milliards de dollars à long terme et payèrent 5,8 milliards de dollars d'intérêt. D'autre part, ils absorbèrent de l'or (dont ils étaient pour-tant producteurs) de 1896 à 1914, et accordèrent sans doute

1. Et depuis le 15 août 1971, par suite de leur inconvertibilité en or.

2. Capital exports and growth, *The Economic Journal*, septembre 1957.

des crédits à court terme à l'étranger. Sur ce dernier point, Knapp ne se montre pas absolument convaincant.

Durant la première guerre mondiale, les Etats-Unis durent cesser d'emprunter, et augmentèrent quand même leur production de façon considérable. Après, ils devinrent prêteurs à long terme. Les quatre années de protectionnisme financier leur avaient permis de renforcer suffisamment leurs structures bancaires pour faire cesser le phénomène.

Il n'est pas inutile de rappeler qu'au début du xx^e siècle le système bancaire américain comprenait quelque trente mille banques indépendantes. Le Federal Reserve System, qui institua douze banques centrales et centralisa la politique monétaire, ne date que du 23 décembre 1913.

J. G. Williamson¹ déduit d'une analyse comptable très pertinente que les phases d'expansion cyclique aux Etats-Unis avant 1914 étaient accompagnées d'un accroissement des importations. Les exportations étant relativement insensibles aux mouvements cycliques, la balance commerciale se détériorait. D'autre part, l'accroissement du revenu réel induisait une demande de liquidités. Enfin, l'élévation de la rémunération des titres, induite par les perspectives favorables de l'économie, entraînait des mouvements de capitaux longs vers les Etats-Unis. Ceux-ci, non seulement finançaient le déficit de la balance commerciale américaine, mais *en plus* des entrées d'or, *qui induisaient un accroissement de la masse monétaire*. Le phénomène inverse se produisait durant les phases de dépression.

Les mouvements cycliques américains se transmettaient au Royaume-Uni : en période d'expansion l'investissement intérieur diminuait au profit de celui à l'étranger, et en période de dépression le contraire se produisait. Cependant,

1. *American Growth and the balance of payments 1820-1913*, Chapel Hill : University North, Carolina Press, 1964. Le lecteur intéressé pourra lire également de A. I. BLOOMFIELD, *Patterns of fluctuation in international investment before 1914*, Princeton Studies in International Finance, n° 21, 1968.

l'investissement total et le Revenu national ne fluctuaient pas trop.

On aura été tout particulièrement intéressé par le fait qu'en période d'expansion les Etats-Unis empruntaient à long terme, au Royaume-Uni notamment, pour acquérir de l'or, et accroître leur liquidité intérieure. Nous avons exactement la situation opposée à celle d'aujourd'hui.

La lacune de ces deux études est qu'elles ne prennent pas en compte les mouvements de capitaux à court terme. P. H. Lindert¹ a essayé de construire les balances des paiements de 35 pays sur la période 1900-1913. Il a découvert que, contrairement aux dogmes du *gold standard*, les réserves officielles furent en partie (de l'ordre de 18 %) constituées de devises étrangères, principalement de livres sterling, de francs français et de marks. Les personnes privées détenaient aussi de tels actifs à court terme.

Sur la période 1900-1913, Lindert montre que la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France ont prêté à long terme et emprunté à court terme. La Russie, le Canada et l'Argentine de 1900 à 1913, les Etats-Unis de 1880 à 1889, ont eu un comportement exactement contraire². Les avoirs liquides à l'étranger des pays se livrant à cette « intermédiation financière » étaient en 1913 très supérieurs à leurs réserves officielles.

Il y a donc eu un seigneurage de trois pays bénéficiant du caractère international de leur monnaie. Celui-ci fut d'un certain point de vue moins caractéristique que celui des Etats-Unis de nos jours : l'or formait la grande majorité des réserves et concurrençait ces trois monnaies, elles-mêmes se concurrençant par les taux d'intérêt. La sensibilité de la composition des réserves au taux d'escompte de la Grande-

1. *Key currencies and gold, 1900-1913*, Princeton Studies in International Finance, n° 24, 1969.

2. De 1890 à 1913, les Etats-Unis ont été prêteurs à long terme (à un degré modéré) et à court terme.

Bretagne confirme l'existence de cette concurrence, affaiblissant un droit de seigneurage dont l'origine est monopolistique. Elle était cependant limitée par l'existence de contraintes directes sur certains pays dans leur détention d'actifs liquides (évidentes pour les Indes par exemple), et par la supériorité de la livre sterling sur le franc et sur le mark¹.

1. Sur ce chapitre le lecteur intéressé pourra encore consulter les deux intéressants articles :

HALM (G.), International financial intermediation : deficits benign and malignant, *Essays in International Finance*, n° 68, Princeton, International Finance Section, juin 1968.

SALANT (W. S.), Financial intermediation as an explanation of enduring « deficits » in the balance of payments, *International mobility and movements of capital*, New York, N.B.E.R., 1972.

CHAPITRE IV

Les Etats-Unis prêteurs à long terme et emprunteurs à court terme : l'explication par les taux de croissance

A. Lamfalussy¹ a examiné un grand nombre de statistiques économiques et financières relatives aux pays de la Communauté et aux Etats-Unis sur la période 1955-1966². Il en déduit une théorie que nous utiliserons³ pour analyser les facteurs économiques expliquant le rôle d'intermédiation financière des Etats-Unis.

Les statistiques qu'utilise Lamfalussy ne sont pas homogènes, les systèmes comptables des différents pays étant extrêmement différents. Plus grave encore, les structures (financières, sociales, fiscales, etc.) des pays qu'il examine sont très différentes. Les comparaisons de Lamfalussy peuvent souvent sembler arbitraires, voire incorrectes, quelle que soit son expérience des problèmes financiers

1. *Les marchés financiers en Europe*, coll. « SUP », Presses Universitaires de France, 1968.

2. Et également au Royaume-Uni. Ses observations sur ce pays, très voisines de celles qu'il fait pour les Etats-Unis, ne sont pas utiles à notre propos.

3. D'une manière différente de la sienne qui reprend les critiques, à notre avis sans portée, de TRIFFIN (*op. cit.*), de l'article de DESPRES, KINDLEBERGER et SALANT (*op. cit.*), avec quelques autres remarques qui nous semblent peu correctes (quelques exemples d'incorrections sont donnés plus bas).

internationaux. Nous pensons cependant que toute autre comparaison aurait beaucoup de chances d'être moins fondée.

Lamfalussy n'utilise aucune méthode statistique rigoureuse, et semble tirer beaucoup de conclusions de faits qui peuvent être tout à fait anodins.

Enfin, il n'expose ni ne formalise sa théorie de façon rigoureuse. Elle risque ainsi de n'être pas toujours cohérente, et les vérifications statistiques d'être incorrectes. Par exemple, il nous semble confondre souvent la *fonction* de demande (ayant des prix pour arguments, *définie* préalablement à tout ajustement) et l'*équilibre* offre-demande (*atteint* une fois les ajustements réalisés)¹.

La théorie de Lamfalussy n'en est pas moins remarquable et ses vérifications empiriques convaincantes. Essayons d'en présenter une version simplifiée :

1) Les coefficients d'investissements² et les taux de croissance des pays de la C.E.E. sont supérieurs à ceux des Etats-Unis. La productivité des investissements ne semble pas être très différente³.

2) Les pays de la C.E.E. sont caractérisés, par rapport aux Etats-Unis, par une forte capacité de financement des ménages et un fort besoin de financement des entreprises. Le taux d'épargne des entreprises étant du même ordre, ce phénomène semble dû à l'importance du coefficient d'investissement dans la C.E.E.

3) Les entreprises américaines ayant un faible besoin de financement ont une structure financière forte. Ce facteur, ainsi que l'influence de la fiscalité et le mode de rému-

1. Par exemple le paragraphe c) p. 174, et d'une façon moins évidente le paragraphe a) ; l'examen de la forte préférence pour la liquidité des ménages français, p. 106 et 113 est incorrect, etc.

2. Formation brute de capital fixe

Produit national brut au prix du marché

3. Ce résultat nous semble lié à la méthodologie un peu fruste utilisée. Voir notre résultat différent un peu plus bas.

nération des dirigeants, conduit à un niveau très faible des émissions d'actions. Ceci explique la hausse de leur cours.

4) Les entreprises européennes ont par contre une mauvaise structure financière. Pour améliorer celle-ci, condition nécessaire à l'obtention de prêts, et compte tenu de leur gros besoin de financement, les émissions d'actions ont un niveau très élevé. Ceci explique la baisse de leur cours¹.

5) Les marchés financiers de la C.E.E. ont le travail considérable de transformer une importante capacité de financement des ménages en actions. Ils n'y réussissent que partiellement et les entreprises sont obligées de se financer pour une part importante par des prêts, ce qui détériore encore plus leur structure financière. Les filiales de sociétés américaines, bénéficiant des fortes structures financières de leurs maisons mères, ont à l'égard des établissements prêteurs un avantage concurrentiel par rapport aux sociétés européennes.

Nous pouvons interpréter cette théorie comme suit :

— Les entreprises de la C.E.E. ont des difficultés à financer leurs investissements, dues à l'importance du coefficient d'investissement de cette zone, due elle-même à l'importance de son taux de croissance.

— Les entreprises américaines auraient plutôt des difficultés à trouver une utilisation de leurs importantes ressources financières, dans un pays où un faible taux de croissance induit un faible coefficient d'investissement.

— Les entreprises américaines effectuent alors des investissements directs dans la C.E.E. et complètent le finance-

1. Surtout après 1961. Lamfalussy explique ce point d'inflexion par une baisse du taux d'autofinancement, due à une élévation du coût du travail, liée à la disparition du chômage dans la C.E.E. à cette date. Ceci a conduit à une modification de la répartition des revenus au profit des ménages et aux dépens des entreprises, ce qui a accru leur besoin de financement. L'épargne globale n'a pas baissé par suite d'une hausse de la propension à épargner des ménages, mais une modification de la répartition des investissements au profit des locaux d'habitation et aux dépens de l'industrie est apparue.

ment de leurs filiales par des emprunts locaux, d'autant plus avantageux que leur structure financière est bien meilleure que celle de leurs concurrents européens.

Au crédit de cette thèse, nous pouvons donner le tableau ci-dessous qui montre que, plus la structure financière (mesurée par le taux d'autofinancement) est forte dans un pays, plus ce pays effectue des investissements directs à l'étranger.

TABLEAU I

Pays	1960-1964 moyennes annuelles		
	<i>Investissements directs à l'étranger en pourcentage de</i>		
	<i>Auto- financement des entre- prises (en %)</i>	<i>L'épargne</i>	<i>La formation intérieure brute de capital fixe</i>
Allemagne	(1) 78	1,4	1,0
	(2) 74		
France	(1) 64	1,1	0,7
	(2) 71		
Italie.....	46	2,2	1,6
Pays-Bas	(1) 67	4,5	3,3
	(2) 113		
Royaume-Uni ..	(1) 110	7,6	4,7
	(2) 128		
Etats-Unis	(1) 99	6,9	3,5
	(2) 117		

Bulletin économique pour l'Europe, novembre 1967, p. 74.

Les deux chiffres correspondent à des sources différentes. Ils ont été obtenus à partir de l'étude *Le développement d'un marché européen des capitaux* (dit *Rapport Segré*), C.E.E., Bruxelles, 1966. Pour un prolongement de la période, on

peut consulter un article de L. Jeorger¹ qui confirme notre analyse et montre que le Japon a un taux d'autofinancement très faible (de l'ordre de celui de l'Italie), son taux de croissance étant très fort.

Nous constatons que le Royaume-Uni et les Etats-Unis, suivis des Pays-Bas, ont investi à l'étranger une proportion particulièrement forte de leur épargne totale pendant la période considérée, et sont aussi les pays où les taux d'autofinancement sont les plus élevés². Par contre, les pays à faible taux d'autofinancement, l'Allemagne occidentale, la France et l'Italie, ont investi à l'étranger une part relativement plus faible de leur épargne. L'étude de Jeorger montre que le classement des pays par taux d'autofinancement croissant est inverse de celui par endettement croissant.

Nous pouvons aussi analyser sur un plan empirique la liaison entre le taux de croissance d'un pays et son coefficient d'investissement. Appelons FBCF sa formation brute de capital fixe, Y sa Production intérieure brute, g son taux de croissance, k la productivité de son capital et ω son taux d'amortissement³. On peut écrire :

$$\text{FBCF} = k \Delta Y + \omega K = k(\Delta Y + \omega Y)$$

$$\frac{\text{FBCF}}{Y} = k(g + \omega).$$

1. Etude comparée du financement des entreprises dans six pays industrialisés, *Economie appliquée*, n° 3-4, 1968.

2. Du moins si on prend pour les Pays-Bas le deuxième chiffre obtenu à l'aide de données relatives aux neuf plus grandes sociétés, ce qui semble assez logique. Voir *Le développement d'un marché européen de capitaux* (*op. cit.*), p. 362 et 363.

3. Les coefficients d'investissement ont été calculés à partir des données comptables du *Statistical yearbook of national accounts* de 1969. Ils sont le rapport de la « Gross domestic* capital formation at current market price » par l'« Expenditure on gross domestic* product at current market price ». Il aurait été préférable de raisonner sur des grandeurs calculées au coût des facteurs. Nous n'en connaissons cependant qu'une partie ; d'autre part, comme nous raisonnons sur un rapport, les différences auraient sans doute été négligeables.

* Par opposition à « national ».

Un $\frac{FBCF}{Y}$, c'est-à-dire un coefficient d'investissement

faible peut être dû soit à une forte productivité du capital, soit à un faible amortissement qui peut avoir pour conséquence la conservation de biens d'équipements anciens, soit à un faible taux de croissance.

Pour la période 1960-1968, nous avons construit le tableau ci-dessous :

TABLEAU 2

	<i>Taux de croissance de la production intérieure brute sur la période (%)</i>	<i>Coefficient moyen d'in- vestissement sur la période (%)</i>
France	5,34	25,53
R.F.A.	4,39	25,89
Italie	5,12	22,28
Belgique	4,59	21,51
Pays-Bas	4,71	26,94
Royaume-Uni	2,86	18,39
Canada	5,08	23,77
Japon	10,14	36,08
Australie	4,48	27,62
Etats-Unis	4,56	17,73
Afrique du Sud	5,93	23,61
Nouvelle-Zélande	4,18	24,90

ainsi que la figure 2.

En général, le coefficient d'investissement est bien expliqué par le taux de croissance. Cependant, les Etats-Unis

Nous avons calculé les coefficients d'investissement pour chaque pays et pour chacune des neuf années, puis nous avons calculé les coefficients d'investissement moyens pour chaque pays. Les taux de croissance de la Production intérieure brute ont été calculés à partir des « Indices du produit total à prix constant » des *Statistical yearbooks* de 1969 et 1970. Le produit total est en réalité le produit intérieur brut au coût des facteurs. Pour chaque pays, nous avons régressé le logarithme de leur rapport à celui de l'année de base, par rapport au temps, pour obtenir le taux de croissance moyen.

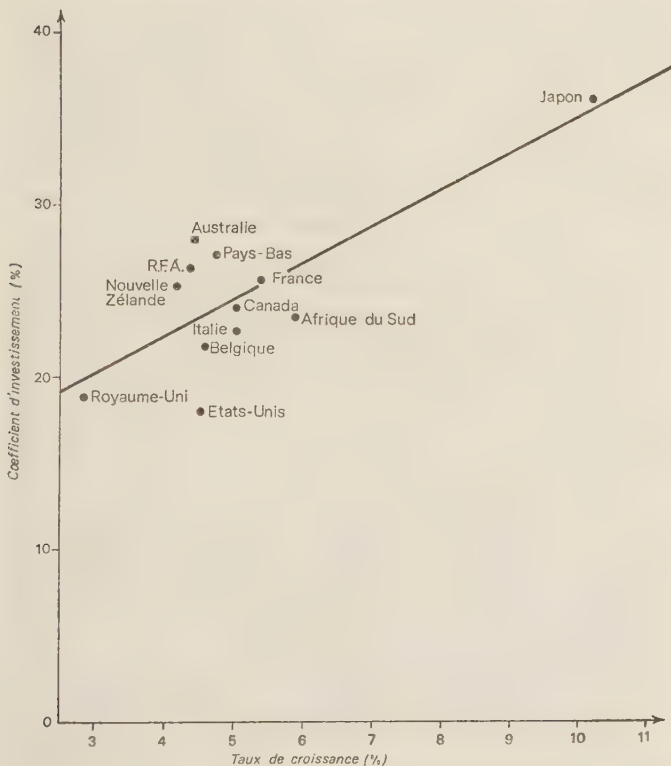


FIG. 2. — Liaison entre le taux de croissance et le coefficient d'investissement

n'ont besoin pour soutenir le leur que d'une formation brute de capital fixe très inférieure à celle des autres pays. La faiblesse de leur coefficient d'investissement est due soit à la productivité importante de leur capital, soit à la lenteur de l'amortissement de celui-ci.

Une vérification, d'un type tout à fait différent, de la

surabondance des ressources à long terme aux Etats-Unis et de la nécessité de ce pays de trouver des marchés étrangers en expansion rapide pour les investir, nous est fournie par une étude de la National Industrial Conference Board¹.

Celle-ci effectua une enquête auprès d'une centaine de compagnies américaines contrôlant environ le sixième des investissements directs des Etats-Unis à l'étranger. Deux de ses conclusions sont particulièrement intéressantes.

1) La croissance des investissements directs américains est fondée sur le développement économique de l'étranger et le désir des hommes d'affaires américains d'y participer.

2) Il n'y a aucune difficulté à trouver le financement d'un investissement à l'étranger particulièrement opportun. On peut lire par exemple, p. 63 : « Considerations of market position *dominate* the decision-making process... Financial considerations are pertinent to the *how to* rather than to the *whether to* finance a foreign investment. »

Il faut quand même remarquer qu'il convient d'être prudent à l'égard des résultats de ce type d'enquête. La rationalité profonde et à long terme d'une entreprise est souvent différente de celle dont a conscience sa direction, qui en est un reflet plus opérationnel.

Au terme des chapitres III et IV, il semble que les deux premiers facteurs susceptibles d'expliquer l'ampleur des investissements directs américains à l'étranger sont l'importance de la productivité de leur capital et le faible amortissement de celui-ci.

A ceux-ci s'ajouterait, pour les pays du Marché commun, l'Australie et surtout le Japon, l'importance de leur taux de croissance.

Par contre, pour le Royaume-Uni, le facteur explicatif supplémentaire serait l'importance de sa préférence pour la liquidité.

1. J. POLK, I. W. MEISTER, L. A. VEIT, *U.S. production abroad and the balance of payments*, The Conference Board, Special Study, 1966.

CHAPITRE V

Intégration des analyses des deux chapitres précédents dans un modèle simple

Les explications des investissements directs américains par les préférences pour la liquidité et par les taux de croissance ont été présentées sous une forme littéraire et en privilégiant certains aspects d'une économie, les autres étant omis d'une façon peu claire. Le lecteur se sera par exemple demandé pourquoi, dans le chapitre IV, les investissements directs américains dans la C.E.E. donnent naissance à un flux de sens contraire de capitaux à court terme.

Le modèle qui suit va essayer d'intégrer les explications des deux chapitres précédents de façon aussi simple que possible.

Considérons un pays dont l'économie est, à un instant donné, décrite par les variables suivantes :

V = le Produit intérieur ;

Y = le Revenu national ;

K = le Capital national ;

$\dot{K}$ = l'Investissement national (nous négligeons la dépréciation du capital) ;

M = la Masse monétaire, qui constitue le seul actif alternatif au capital dans le patrimoine des agents ;

$\dot{M}$ = l'émission de monnaie ;

K_e = le stock net d'investissements directs effectués *par* l'étranger dans le pays ; la positivité est liée à la position *débitrice* du pays considéré ;

M_e = le stock *net* de capitaux à court terme, de monnaies étrangères et d'or détenu *par* le pays, exprimé en unité monétaire de celui-ci ; la positivité est liée à la position *créditrice* du pays considéré ; le taux de change étant supposé fixe, les monnaies nationales et étrangères sont parfaitement substituables ; dans un souci de simplification, nous considérons que les détenteurs de ce stock sont des personnes privées¹.

Nous supposons que l'économie du pays est en croissance équilibrée de taux g .

Nous avons les équations suivantes :

La fonction de production² est :

$$V = A(K + K_e)^\alpha \quad 0 < \alpha < 1 \quad (1)$$

Elle nous permet de définir :

- la productivité moyenne du capital : $k = \frac{V}{K + K_e}$;
- la productivité marginale du capital ou taux de profit :

$$r = \frac{dV}{d(K + K_e)}.$$

Cette dernière, égale au taux de profit, se fixe sur le marché mondial³ : si le pays se caractérisait par un r plus

1. Cette hypothèse n'est pas neutre. En toute logique, la politique d'accumulation de réserves par les banques centrales devrait entrer dans notre modèle, et joue un rôle dans le processus d'intermédiation financière auquel se livrent les Etats-Unis. Sur ce sujet assez complexe, le lecteur pourra lire le livre de H. G. GRUBEL cité en bibliographie générale.

2. A englobe le progrès technique et la main-d'œuvre de telle façon qu'une croissance équilibrée soit possible.

3. La politique monétaire et l'économie de l'étranger ne sont pas précisées autrement que par le fait qu'elles permettent une croissance

(moins) élevé qu'ailleurs, les entreprises étrangères (nationales) investiraient sur place (à l'étranger). Le Capital intérieur et la Production intérieure sont alors déterminés.

Le Revenu national est égal au Produit intérieur V diminué des profits des capitaux étrangers rK_e :

$$Y = V - rK_e \quad (2)$$

Les habitants du pays font deux parts de leur revenu : ils en épargnent une proportion s ($0 < s < 1$), ils consomment le reste. L'épargne est répartie entre les deux actifs du patrimoine, de telle façon qu'une proportion L soit respectée entre ceux-ci.

Nous supposons que L , que nous appellerons la préférence pour la liquidité, est une fonction (décroissante) du taux de profit :

$$\frac{M + M_e}{K} = L(r) \quad (3)$$

Nous avons alors l'équation d'investissement :

$$\dot{K} = sV - \dot{M} - \dot{M}_e - srK_e \quad (4)$$

Comme nous sommes en croissance équilibrée :

$$\begin{aligned} \dot{K}_e &= gK_e & \dot{M}_e &= gM_e \\ \dot{K} &= gK & \dot{M} &= gM \end{aligned}$$

L'équation (4) s'écrit alors :

$$gK = sV - gM - gM_e - srK_e \quad (5)$$

Elle peut s'écrire encore, compte tenu de notre définition de la productivité moyenne du capital :

$$g \left(\frac{V}{k} - K_e \right) = sV - gM - gM_e - srK_e \quad (6)$$

équilibrée. Cela introduit une certaine imprécision dans notre modèle et empêche l'étude des croissances non équilibrées, mais permet une plus grande simplicité.

L'équation (3) peut s'écrire :

$$M + M_e = L(r) \left[\frac{V}{k} - K_e \right] \quad (7)$$

On déduit de (6) et (7) :

$$\left\{ \begin{aligned} k[g - sr + gL(r)] K_e &= [g - sk + gL(r)] V \\ k[g - sr + gL(r)] M_e &= s[k - r] L(r) V - k[g - sr + gL(r)] M \end{aligned} \right. \quad (8)$$

On remarque que K_e est déterminé, à la différence de M_e , indépendamment de la masse monétaire nationale, M . Pour une valeur bien précise de celle-ci, on a $K_e = M_e$. Alors, les mouvements de capitaux à long terme sont la consolidation de ceux à court terme de sens inverse. Si $K_e > 0$, l'étranger investit dans le pays. Alors $M_e > 0$, et le pays détient des avoirs à court terme sur l'étranger : il emprunte à long terme et prête à court terme. Dans le cas contraire, il emprunte à court terme et prête à long terme. Son analogie avec un intermédiaire financier est alors évidente.

Pour une valeur plus forte de M , on a $M_e < K_e$. Alors, le pays importe $K_e - M_e$ de l'étranger. Pour une valeur plus faible de M , on a $M_e > K_e$, et le pays exporte $M_e - K_e$ à l'étranger.

Pour une valeur bien particulière de M , on a $M_e = 0$ et le pays importe (ou exporte) K_e ($-K_e$). Dans ce cas, la balance de base du pays est équilibrée. On s'aperçoit que l'on rejoint le deuxième cas extrême de la fin du second chapitre, qui fait l'objet du chapitre suivant.

On peut exprimer notre raisonnement en termes littéraires simples. Quand les Etats-Unis investissent dans la C.E.E. à cause du fort taux de croissance de celle-ci, les Européens conservent les dollars ainsi obtenus à cause de leur liquidité interne ou externe. Il en est de même quand les Etats-Unis investissent au Royaume-Uni à cause

de sa faible préférence pour la liquidité. Si seule la liquidité interne est en jeu, rien n'empêche les banques centrales de leur substituer des avoirs en monnaie nationale, ce qui accroît M , et d'utiliser les dollars ainsi acquis à augmenter les importations en provenance des Etats-Unis. Elles ramènent ainsi le premier cas extrême de la fin du chapitre II au second. Evidemment, si la liquidité externe est en jeu, nous revenons au droit de seigneurage exorbitant des Etats-Unis dans le système monétaire international actuel.

Etudions le cas où $K_e = M_e$. Alors on montre facilement :

$$K_e = \frac{sk - (1-s) L(r) g - g}{s(g + r - k)} K$$

et

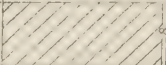
$$\frac{K_e}{K + K_e} = \frac{sk - (1-s) Lg - g}{s(g + r - k) - (1-s) Lg - g}$$

Nous pouvons tracer les tableaux de variation suivants :

TABLEAU I

$L(r)$	-1	$\frac{s}{1-s} \frac{r}{g} - 1$	$\frac{s}{1-s} \frac{k}{g} - \frac{1}{1-s}$	$+\infty$
$\frac{K_e}{K + K_e}$		$0 -$	0	1

TABLEAU 2

g	0	$\frac{s}{(1-s)(1+L(r))}$	$\frac{s}{(1-s)L(r)+1}$	$k-r$
$\frac{K_e}{K + K_e}$		$0 -$	0	

Les régions hachurées correspondent à la contrainte de positivité du Capital national : $K \geq 0$ ou $K + K_e \geq K_e$

et au fait que le Capital national à l'étranger ne peut être supérieur au Capital national total : — $K_e \leq K$. D'où :

$$-\infty < \frac{K}{K + K_e} < 1.$$

Nous pouvons aussi construire le graphique de la figure 3.

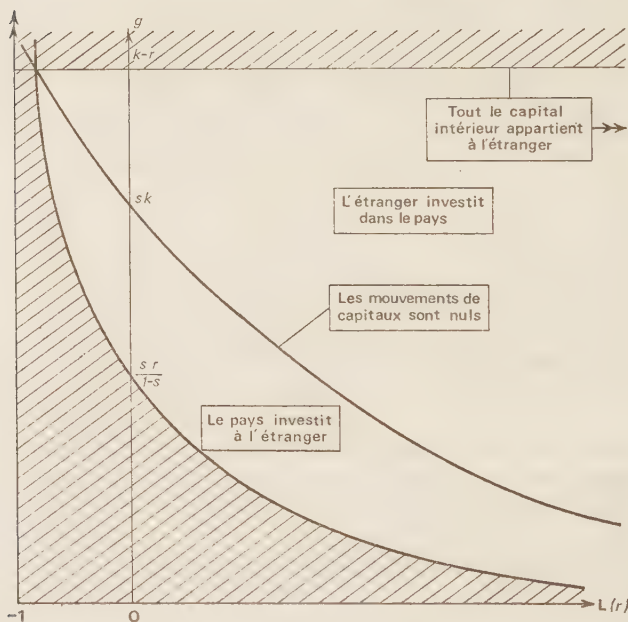


FIG. 3. — Les investissements directs dans (d')un pays en fonction de sa préférence pour la liquidité et de son taux de croissance.

Les résultats obtenus sont alors :

— Quand la préférence pour la liquidité croît, toutes choses égales par ailleurs, la position du pays devient de moins en moins créditrice, puis de plus en plus débitrice.

C'est ce cas que Kindleberger a étudié (voir chapitre III).

Il faut remarquer que les comparaisons qu'il effectue, entre le cas où les marchés sont séparés et le cas où ils ne le sont pas, sont à *capital intérieur constant* (le K du premier schéma égale le $K + K_e$ du second), donc à Produit intérieur constant, mais pas à Revenu national constant.

— Quand le taux de croissance augmente, toutes choses égales par ailleurs, la position du pays en investissements directs devient de moins en moins créditrice, puis de plus en plus débitrice. C'est ce cas que nous avons examiné dans le chapitre IV.

Il nous semble nécessaire de conclure ce chapitre par l'examen de l'impact des investissements directs américains sur le Revenu national du pays où ils s'effectuent.

Si leur contrepartie est la détention par ce pays d'actifs à court terme en dollars, il est :

$$Y = V - rK_e = k(K + K_e) - rK_e.$$

Si le pays arrive à diminuer sa préférence pour la liquidité, ou à accroître la capacité de sa transformation financière, jusqu'à annuler les mouvements d'investissements directs américains, il devient :

$$Y = k(K + K_e).$$

Nous retrouvons ainsi la remarque de J. Knapp du chapitre III : un pays que sa forte préférence pour la liquidité, ou la faiblesse de son intermédiation financière, conduit à emprunter à long terme et à prêter à court terme, subit un coût égal à la différence entre les taux d'intérêt de long et de court terme.

Si le pays utilise cet actif en dollars à accroître ses importations, son Revenu national devient :

$$Y = k(K + K_e) + (g - r) K_e.$$

Le choix entre ces deux politiques dépendra, s'il veut être optimal, du signe de $g - r$.

On retrouve ainsi une forme un peu déguisée de la Règle

d'Or de E. Phelps¹. D'après celle-ci, on a intérêt à augmenter le taux d'épargne quand la productivité marginale du capital est supérieure au taux de croissance, et à le diminuer dans le cas contraire. Ici, quand $g - r < 0$, c'est-à-dire quand la productivité marginale du capital est supérieure au taux de croissance², on a intérêt à choisir la première politique, qui est évidemment associée à un taux d'épargne (à long terme) plus élevé.

1. Voir dans le livre de L. STOLERU, cité dans la bibliographie générale, le paragraphe 2 B du chapitre XII, « Les modèles de croissance à long terme ».

2. Ce qui semble être le cas général dans les pays industrialisés.

CHAPITRE VI

Etude du cas où la contrepartie des investissements directs américains est un excédent de la balance commerciale des Etats-Unis

I. CAS OÙ LE PAYS CONSIDÉRÉ EST TRÈS PETIT¹

Nous considérons un pays dont l'économie est, à un instant donné, décrite par les variables suivantes :

V = le Produit intérieur ;

Y = le Revenu national ;

K = le Capital national ;

K_e = le stock net d'investissements directs effectués par l'étranger dans le pays ;

r = le taux de profit si les investissements de (à l')étranger sont interdits ;

i = le taux de profit à l'étranger.

En l'absence d'investissements étrangers, le taux de profit est égal à la productivité marginale du Capital national :

$$r = \frac{\partial V}{\partial K}.$$

1. Le raisonnement de ce sous-chapitre est emprunté à : G. A. D. MAC DOUGALL, The benefits and costs of private investment form abroad : a theoretical approach, *Economic Record*, 1958, p. 13-35.

Si les investissements étrangers deviennent autorisés, la productivité marginale du Capital intérieur devient égale au taux de profit à l'étranger : $i = \frac{\partial V}{\partial(K + K_e)}$.

En effet, si la productivité marginale du Capital intérieur, c'est-à-dire le taux de profit dans le pays, était plus (moins) élevé qu'à l'étranger, les entreprises étrangères (nationales) investiraient sur place (à l'étranger).

Le Revenu national est égal au Produit intérieur V , diminué des profits des capitaux étrangers.

Si $i < r$, nous pouvons raisonner sur le graphique de la figure 4.

Si les investissements directs étrangers sont interdits, le

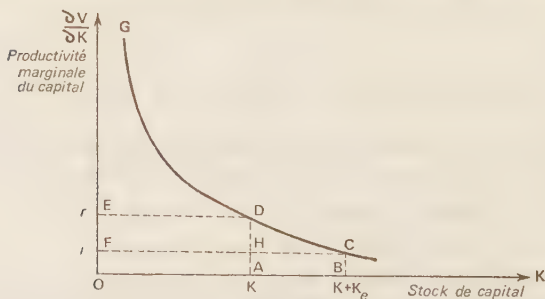


FIG. 4

Produit intérieur, égal au Revenu national, est l'aire ADGO. Il se répartit entre les profits (aire ADEO) et les salaires (aire DGE).

Si les investissements directs étrangers sont autorisés, le Produit intérieur est l'aire BCGO. Il se répartit entre les revenus des investisseurs américains (aire BCHA), les profits nationaux (aire AHFO), les salaires des travailleurs sur capital étranger (aire CHD) et les salaires des travailleurs sur capital national (aire HDGF).

On voit que :

- le Produit national a augmenté (de l'aire BCDA) ;
- le Revenu national a augmenté (de l'aire CHD) ;
- les profits des nationaux ont décru (de l'aire HDEF) ;
- les salaires des nationaux ont augmenté (de l'aire CFED).

Les salariés ont profité de tout l'accroissement du Revenu national, et d'une baisse de la part des profits dans l'ancien Revenu national.

Un pays a intérêt à accueillir les investissements étrangers, mais les capitalistes du pays n'y ont pas intérêt¹.

Il est à noter que K_e est certainement très inférieur à K . Donc l'aire CHD est très inférieure à l'aire HDEF. Le pays

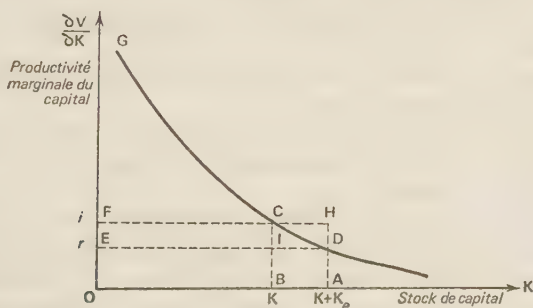


FIG. 5

gagne beaucoup moins que les capitalistes ne perdent (ou que les salariés ne gagnent).

Si $i > r$, nous pouvons raisonner sur le graphique de la figure 5.

1. Dans le chapitre V nous envisagions la possibilité pour le pays considéré d'accroître son investissement en diminuant sa préférence pour la liquidité, par exemple en développant ses capacités de transformation financière. Il n'en est plus de même ici, et c'est ce qui explique la différence apparente des conclusions.

Si les investissements directs à l'étranger sont interdits, le Produit intérieur est toujours égal au Revenu national et se représente par l'aire ADGO.

Si les investissements à l'étranger sont autorisés, le Produit intérieur se représente par l'aire AHCGO. Il se répartit entre les profits à l'étranger (aire AHCB), les profits dans le pays (aire BCFO) et les salaires (aire CGF).

On voit que :

- le Produit national a diminué (aire BCDA) ;
- le Revenu national a augmenté (aire CHD) ;
- les profits ont augmenté (aire HDEF) ;
- les salaires ont diminué (aire CDEF).

Les capitalistes ont profité de tout l'accroissement du Revenu national *et* d'une baisse de la part des salaires dans celui-ci.

Un pays a intérêt à investir à l'étranger, mais les salariés du pays n'y ont pas intérêt.

Pour les mêmes raisons que précédemment, le pays gagne beaucoup moins que les salariés ne perdent (ou les capitalistes ne gagnent).

Dans les deux cas, on remarque facilement que le niveau optimal, du point de vue du pays considéré, d'investissements directs étrangers, r étant donné, est K_e , c'est-à-dire celui obtenu en l'absence de toute réglementation.

2. CAS OÙ LE PAYS CONSIDÉRÉ N'EST PAS TRÈS PETIT

Le modèle précédent supposait que les investissements directs n'avaient aucun effet sur le taux de profit à l'étranger, ne modifiant que celui du pays considéré. Cette hypothèse, qui a permis une simplification appréciable des calculs, n'est fondée que si le pays est beaucoup plus petit que l'étranger. Si celui-ci est les Etats-Unis, et si le pays est le Canada, par exemple, l'hypothèse devient absurde.

Nous conservons les notations du sous-chapitre précédent.
Nous indiquons 1 le pays considéré et 2 l'étranger.

Quand les mouvements d'investissements directs sont libres, on a égalité des taux de profit dans les deux pays :

$$\frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} = \frac{\partial V_2}{\partial(K_2 - K_e)} \quad \text{Appelons-le } \rho.$$

Les Revenus nationaux sont alors :

$$Y_1 = V_1 - \rho K_e$$

$$Y_2 = V_2 + \rho K_e.$$

Nous pouvons raisonner sur le graphique de la figure 6.

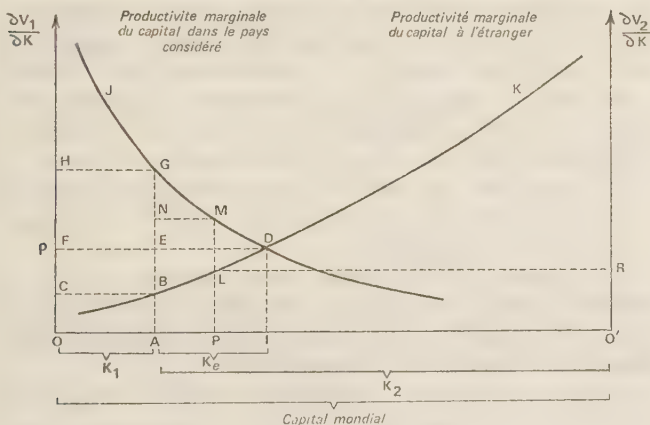


FIG. 6

Si les investissements directs sont interdits, le Revenu national est :

- l'aire OAGJ dans le pays ;
- l'aire O'ABK à l'étranger.

Si les investissements directs deviennent autorisés, le Revenu national s'accroît de :

- l'aire AGD dans le pays ;
- l'aire BED à l'étranger.

L'autorisation des investissements directs profite à chacun des deux pays. Les capitalistes du pays « emprunteur » (pays considéré) sont lésés au profit des salariés. Le phénomène inverse se produit dans le pays investisseur (étranger). On retrouve ainsi des résultats du sous-chapitre précédent.

Si le pays considéré pouvait décider du niveau d'investissements directs de l'étranger afin de maximiser son Revenu national, il choisirait le plus élevé, soit K_2 .

Si l'étranger pouvait décider de son niveau d'investissements directs afin de maximiser son Revenu national, il choisirait P, situé entre A et I, maximisant l'aire BLMN.

Evidemment, ces deux comportements entraînent une baisse du Revenu mondial par rapport à la solution d'équilibre.

Les capitalistes du pays « emprunteur » ont intérêt à ce que le niveau des investissements directs de l'étranger soit aussi petit que possible.

Les capitalistes étrangers ont intérêt à choisir un P intermédiaire entre A et I maximisant l'aire AHMLRO¹. Il est probable que P ne serait ni en I ni dans la position optimale pour l'étranger précédemment définie.

L'optimum mondial, c'est-à-dire caractérisé par le Revenu mondial maximal, est assuré à l'équilibre de libre concurrence sur le marché des capitaux.

1. Ils agiront ainsi s'ils ont un comportement de monopoleur. Le marché de capitaux n'est plus alors de concurrence parfaite. Dans le sous-chapitre précédent, ce comportement ne change pas les résultats que nous avons obtenus pour la libre concurrence.

3. RECHERCHE DE TAXATIONS OPTIMALES

Nous supposons que chaque pays essaie de contrôler le niveau d'investissements directs K_e par des mesures fiscales¹.

Le pays « emprunteur » (le pays considéré) taxe les profits étrangers au taux t_1 .

Le pays « prêteur » (l'étranger) taxe ces profits au taux t_2 . Les profits effectués chez lui sont taxés au taux t_2 .

Dans la situation de libre concurrence, les capitalistes étrangers déterminent K_e en égalisant les taux de profit sur place et à l'étranger, après taxes :

$$(1 - t_1)(1 - t_2) \frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} = (1 - t'_2) \frac{\partial V_2}{\partial(K_2 - K_e)} \quad (1)$$

Le pays « emprunteur » essaiera de fixer t_1 de façon à maximiser son Revenu national :

$$V_1 - (1 - t_1) \frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} K_e.$$

L'étranger essaiera de fixer t_2 et t'_2 de façon à maximiser son Revenu national :

$$V_2 + (1 - t_1) \frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} K_e.$$

Supposons que le pays emprunteur décide du niveau de t_1 en supposant t_2 et t'_2 fixes.

Les conditions nécessaires de maximisation du premier ordre nous donnent la relation :

$$t_1^* = \frac{\frac{\partial^2 V_2}{\partial(K_2 - K_e)^2} K_e}{\frac{\partial^2 V_2}{\partial(K_2 - K_e)^2} K_e - \frac{\partial V_2}{\partial(K_2 - K_e)}} \quad (2)$$

1. Le raisonnement de ce paragraphe est emprunté à K. HAMADA, Strategic aspects of taxation on foreign investment income, *Quarterly Journal of Economics*, août 1966.

Quand t_2 et t'_2 sont nuls, nous dirons (un peu abusivement) nous trouver en situation de *monopsone*.

Nous avons alors la relation :

$$\frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} = \frac{\partial V_2}{\partial(K_2 - K_e)} - \frac{\partial^2 V_2}{\partial(K_2 - K_e)^2} K_e.$$

Supposons que l'étranger décide du niveau de t_2 et t'_2 en supposant t_1 fixe. Les conditions nécessaires de maximisation du premier ordre nous donnent la relation :

$$t_2^* = \frac{\frac{\partial^2 V_1}{\partial(K_1 + K_e)^2} K_e}{\frac{\partial^2 V_1}{\partial(K_1 + K_e)^2} K_e + \frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)}} \quad (3)$$

avec $1 - t_2^* = \frac{1 - t'_2}{1 - t_1}$.

Quand t_1 est nul, nous dirons (un peu abusivement) nous trouver en situation de *monopole*.

Nous avons alors la relation :

$$\frac{\partial V_2}{\partial(K_2 - K_e)} = \frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} + \frac{\partial^2 V_1}{\partial(K_1 + K_e)^2} K_e.$$

Quand chaque pays raisonne comme si la politique fiscale de l'autre était fixe, les trois équations (1), (2) et (3) les déterminent, ainsi que le niveau d'investissements directs K_e (aux problèmes d'existence et d'unicité près). On appellera cette situation un *équilibre non coopératif*.

Nous avons alors la relation :

$$\begin{aligned} \frac{\partial V_2}{\partial(K_2 - K_e)} - \frac{\partial^2 V_2}{\partial(K_2 - K_e)^2} K_e \\ = \frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} + \frac{\partial^2 V_1}{\partial(K_1 + K_e)^2} K_e. \end{aligned}$$

La figure 7 reprend le graphique de la figure 6, sur lequel sont tracées en plus sur la bande AI, en fonction de K_e , les courbes :

$$\frac{\partial V_1}{\partial(K_1 + K_e)} + \frac{\partial^2 V_1}{\partial(K_1 + K_e)^2} K_e$$

et

$$\frac{\partial V_2}{\partial(K_2 - K_e)} - \frac{\partial^2 V_2}{\partial(K_2 - K_e)^2} K_e.$$

La première commence en G et est au-dessous de $\frac{\partial V_1}{\partial K}$ (car $\frac{\partial^2 V_1}{\partial(K_1 + K_e)^2} < 0$). Appelons-la GR.

La seconde commence en B et est au-dessus de $\frac{\partial V_2}{\partial K}$ (car $\frac{\partial^2 V_2}{\partial(K_2 - K_e)^2} < 0$). Appelons-la BS.

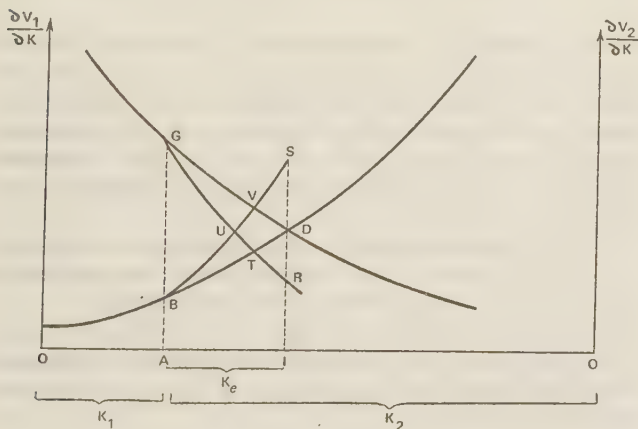


FIG. 7

V correspond au monopsonne,
 T correspond au monopole,
 U correspond à l'équilibre non coopératif,
 et bien sûr D à l'équilibre en l'absence de taxes.

Les trois premières solutions conduisent à un niveau d'investissements directs moindre qu'en l'absence de politique fiscale. On se trouve donc en deçà de l'optimum mondial.

Introduisons un accord de double imposition.

Supposons $t'_2 \geq t_1$: les profits sont davantage taxés à l'étranger que dans le pays considéré. Les profits effectués dans ce pays bénéficient d'un avoir fiscal égal aux taxes qui y ont été perçues.

L'égalité des taux de profit après taxes des capitalistes du pays prêteur dans les deux pays s'écrit :

$$(1 - t'_2) \frac{\partial V_1}{\partial (K_1 + K_e)} = (1 - t'_2) \frac{\partial V_2}{\partial (K_2 - K_e)}$$

$$\frac{\partial V_1}{\partial (K_1 + K_e)} = \frac{\partial V_2}{\partial (K_2 - K_e)} = \rho.$$

On retrouve le cas de l'équilibre en l'absence de taxes qui conduit à un optimum mondial et ceci quels que soient t_1 et t'_2 . On dira que l'accord de double imposition assure la *neutralité* fiscale. Cependant, la répartition du Revenu mondial sera plus favorable au pays « emprunteur » (qui perçoit des taxes) et moins favorable au pays « prêteur ».

Si $t_1 \leq t'_2$ on peut supposer que les profits de l'étranger ne sont simplement plus réimposés. Alors on se retrouve dans le cas de non-accord de double imposition avec $t_2 = 0$: l'optimum mondial n'est pas atteint et la neutralité fiscale n'est plus assurée. On peut aussi supposer qu'il donne lieu à un avoir fiscal et on reste dans le cas où $t'_2 \geq t_1$ avec optimum mondial.

4. ILLUSTRATION DU PARAGRAPHE PRÉCÉDENT : L'IMPOSITION DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES ÉTRANGÈRES CONTROLÉES PAR LES ETATS-UNIS

Actuellement, le gouvernement américain soumet les profits des entreprises étrangères contrôlées par les Etats-Unis au régime fiscal suivant :

— L'impôt sur les bénéfices payé à l'étranger est déduit de l'impôt sur les bénéfices dû aux Etats-Unis sous le régime normal (accord de double imposition). Cependant, si le taux d'imposition est supérieur à l'étranger à celui aux Etats-Unis, les profits américains à l'étranger ne sont simplement pas imposés aux Etats-Unis.

— L'impôt sur les bénéfices aux Etats-Unis est perçu sur les seuls dividendes rapatriés ; les profits réinvestis bénéficient donc d'un report d'impôt. Cependant, les succursales sont supposées rapatrier entièrement leurs profits.

Les défauts de cette procédure sont les suivants :

— Lorsque le taux d'imposition est supérieur à l'étranger, la neutralité fiscale n'est plus assurée et l'optimum mondial n'est plus atteint, comme on l'a vu dans le paragraphe précédent.

— Le report d'impôt (qui n'existe pas pour les entreprises situées aux Etats-Unis) a les mêmes conséquences. On peut remarquer qu'il est équivalent à un prêt sans intérêt du gouvernement américain.

— L'accord de double imposition a conduit des pays étrangers à élever leurs taux d'imposition, ce qui a accru leurs revenus fiscaux sans gêner les entreprises contrôlées par les Etats-Unis (à l'absence de possibilités de reports près). Certains pays producteurs de pétrole ont transformé en impôts les royalties qu'ils percevaient, ce qui a avantage les entreprises contrôlées par les Etats-Unis. Il est intéressant de noter que les entreprises du secteur pétrolier sont en général des succursales qui ne bénéficient pas du report.

Toutes ces opérations se sont faites au détriment du seul revenu fiscal américain.

Des modifications de ce système avaient été apportées par le *Revenue Act* de 1962. Les discussions à son sujet furent extrêmement nombreuses. Il a été unanimement affirmé (comme dans le paragraphe précédent, mais en termes littéraires) que, la libre circulation des capitaux assurant un optimum mondial, un système fiscal ne doit pas en modifier le mouvement, donc être neutre. Une fois ce principe posé, le problème reste extrêmement difficile, car les systèmes fiscaux des différents pays sont très variés et complexes, et il n'est nullement certain que l'accord de double imposition, dont la neutralité a été démontrée sous des hypothèses très simples, assure effectivement celle-ci. D'où le système assez bâtarde actuel, compromis d'interprétations de la neutralité dont les divergences n'étaient pas sans rapports avec les intérêts de ceux qui les proposaient¹.

On pourra lire à ce sujet l'excellente et très claire étude de L. B. Krause et K. W. Dam, *Federal tax treatment of foreign income*, The Brookings Institution, 1964.

Il est quand même un élément très important qui n'apparaît pas dans toutes ces discussions. La rationalité du système fiscal américain est fondée sur l'hypothèse que les investissements directs des Etats-Unis ont pour contrepartie un excédent de leur balance commerciale. Or, comme nous l'avons montré dans le chapitre II, cela est loin d'être toujours le cas.

5. UNE VÉRIFICATION EMPIRIQUE POUR LE CANADA

A partir de l'analyse du sous-chapitre II, il est possible de construire un modèle dynamique, donnant une équation

1. En 1962, le Trésor proposait que le *Revenue Act* supprime le report d'impôt dans les pays développés. Le Congrès refusa de le suivre à la suite de pressions des milieux d'affaires.

explicative des flux d'investissements directs d'un pays dans un autre et d'estimer les paramètres de cette équation par une méthode économétrique. Si cette estimation est de bonne qualité, l'explication des flux d'investissements directs fournie par l'équation a des chances d'être correcte.

K. Hamada¹ a fait une telle estimation pour expliquer les investissements américains au Canada sur les périodes 1931-1938 et 1947-1959. L'équilibre de la balance de base entre les deux pays est une condition indispensable à la validité de son équation. Comme il ne l'a pas vérifiée, nous avons établi une structure moyenne de la balance des paiements à l'égard du Canada, pour la période 1947-1959 dans le tableau ci-dessous :

TABLEAU I

(millions de dollars)

Balance des biens, services et transferts	1 000
Capitaux à long terme	— 600
Capitaux à court terme	100
Erreurs et omissions	— 500

Il ne semble pas absurde d'admettre que la balance de base est en équilibre, l'excédent de la balance des biens et services finançant les mouvements de capitaux à long terme. Nous avons vu dans le chapitre II qu'il en était encore ainsi pour la période 1960-1969.

Le choix du Canada s'explique aussi par l'absence de contraintes institutionnelles, psychologiques et politiques pour les investissements directs américains, qui, évidemment, ne seraient pas prises en compte par l'équation.

Les résultats d'Hamada sont assez médiocres, mais quand même pas très mauvais. Il ne dégage pas parmi les nombreux facteurs explicatifs qu'il examine (taux d'épargne,

1. Economic growth and long-term international capital movements, *Yale Economic Essays*, printemps 1966.

stock de capital intérieur, taux de profit, taux de croissance dû au progrès technique et de la main-d'œuvre, etc.) ceux qui sont importants.

La grosse qualité du travail d'Hamada est de partir d'un modèle théorique sérieux, dont les hypothèses précises montrent les limites. Il se distingue ainsi de la littérature économétrique pléthorique sur le sujet, que nous évoquons à la fin de l'appendice comptable, où n'importe quoi est régressé à n'importe quoi, sans justification théorique (et parfois statistique et comptable) sérieuse.

Pour revenir aux facteurs expliquant les investissements directs américains au Canada, rappelons que nous avons montré à la fin du chapitre IV que ce pays avait été, sur la période 1960-1968, caractérisé par un taux de croissance légèrement supérieur à celui des Etats-Unis et un coefficient d'investissement très supérieur. Ces facteurs doivent donc être de la même nature que ceux vers la C.E.E., dont le Canada diffère en ne conservant pas les actifs à court terme en dollars, contrepartie des investissements américains.

CHAPITRE VII

Une analyse empirique des impacts des investissements directs américains sur les différents flux internationaux

Dans le chapitre V nous avons supposé que les dollars entrant dans un pays, par suite des investissements directs américains, étaient entièrement conservés par celui-ci, à cause de sa préférence pour la liquidité, et de la faiblesse de sa quantité de monnaie nationale.

Dans le chapitre VI nous avons supposé qu'ils étaient entièrement dépensés à accroître les importations en provenance des États-Unis.

Le Revenu national devenait en effet supérieur au Produit national, et la différence n'était pas résorbée par un accroissement des encaisses thésaurisées. Elle conduisait donc à une augmentation temporaire des prix, favorable aux exportations américaines. On retrouvait ainsi la théorie bien connue des transferts par les prix¹.

L'effet des investissements directs américains sur les différents postes de la balance des paiements est cependant beaucoup plus complexe. L'un d'eux est évidemment l'accroissement des importations américaines lié à l'accroissement du Revenu national, si la propension à importer reste

1. Voir par exemple le livre de R. BERTRAND, chap. 4, § 3, et celui de J. WEILLER, cités dans la bibliographie générale,

constante. Il a fait l'objet de la théorie bien connue des transferts par les revenus.

D'autres sont des conséquences plus immédiates des stratégies des firmes américaines qui investissent à l'étranger, et sont donc faciles à saisir au niveau de leur comptabilité. On trouve parmi celles-ci, issues des relations entre les maisons mères et leurs filiales :

- 1) un accroissement des exportations américaines de biens d'équipement, biens intermédiaires, matières premières ;
 - 2) un accroissement des recettes américaines telles que les patentes, les royalties, les brevets, etc. ;
 - 3) un accroissement des exportations américaines liées au développement des structures de distribution, d'après-vente, de production, etc., à l'étranger ;
 - 4) un accroissement des importations américaines, avec éventuellement substitution à la production locale, si les investissements directs ont pour but d'exploiter des sources de matières premières, de profiter d'une main-d'œuvre bon marché, etc. ;
 - 5) une diminution des exportations américaines par substitution de la vente des filiales américaines à l'étranger ;
 - 6) un accroissement des profits rapatriés ;
- etc.

Des listes de ce type se trouvent dans tous les livres de vulgarisation sur les investissements directs américains, avec des commentaires abondants, sinon toujours intéressants.

L'un des mérites d'une étude de la Brookings Institution¹,

1. W. SALANT, E. DESPRES, L. B. KRAUSE, A. M. RIVLIN, W. A. SALANT, L. TARSHIS, *The United States balance of payments in 1968*, The Brookings Institution, 1963.

Au printemps 1962, le Président Kennedy demanda au « Council of Economic Advisors », qui comprenait Heller, Gordon et Tobin, en coopération avec le secrétaire du Trésor, Dillon, et le directeur du Bureau du Budget, Bell, d'étudier l'évolution de la balance des paiements américaine au cours des prochaines années. Ceux-ci demandèrent à la Brookings Institution d'entreprendre cette étude, et un contrat fut signé le 14 mai 1962. Celle-ci fut effectuée par Salant (Walter), Despres, Krause,

effectuée en 1962, dont le but était de projeter la balance des paiements américaine en 1968, fut de tenter une quantification de l'importance de certains de ces flux, pour le secteur des industries manufacturières en Europe de l'Ouest.

Ses conclusions furent les suivantes :

- les investissements directs américains à l'étranger donnent naissance à un accroissement des exportations vers les entreprises étrangères contrôlées par les Etats-Unis, de 10,6 % par an (flux 1 et 3), et des royalties, patentes, etc., de 2,3 % par an (flux 2) ;
- ils donnent naissance à un accroissement des importations en provenance des entreprises étrangères contrôlées par les Etats-Unis, de 6,5 % (flux 4) ;
- ils donnent naissance à un taux de profit de 16,8 %, desquels 8,7 % sont rapatriés, et 8,1 % sont réinvestis sur place (flux 6)¹.

Rivlin, Salant (William) et Tarshis. Les conclusions furent transmises en janvier 1963. La brièveté du délai, l'éparpillement géographique du groupe d'étude et les autres obligations de ses membres, expliquent l'absence d'études économétriques nouvelles et raffinées, et ont conditionné la méthodologie, parfois un peu grossière, utilisée. Les analyses économiques et les méthodes employées ne nous en ont pas moins semblé remarquables.

Les auteurs remarquent que la balance américaine de 1947 à 1962 a été très sensible à des facteurs aléatoires (guerre de Corée, crise de Suez, grève de l'acier de 1959, divers mouvements cycliques contradictoires aux Etats-Unis et à l'étranger). Leur projection est donc d'aléa moyen, c'est-à-dire qu'elle pourra différer de la balance effective, de tous les flux dus à de tels facteurs, impossibles à prévoir. Il serait peu honnête de la critiquer au nom de ces différences. Par contre, on devra la critiquer au nom de similitudes qui seraient la conséquence de ces facteurs aléatoires. Il nous faut souligner que cette étude est fondée sur un ensemble d'hypothèses proposées par le « Council of Economic Advisors », relatives aux taux de croissance du Produit national brut, de son déflateur prix et de la productivité, aux Etats-Unis et en Europe de l'Ouest. Ces hypothèses se sont avérées correctes.

1. Il est alors facile de calculer qu'un investissement américain de 100 dollars durant une année aura un effet défavorable sur la balance des paiements américaine cumulée sur moins de sept années, et favorable à partir de sept années (voir le tableau de l'étude de la Brookings, p. 144). Si les investissements directs américains ne croissent pas trop vite, il existera une date à partir de laquelle les flux induits favorables compenseront leur effet défavorable sur la balance des paiements,

Le flux 5 ne peut être chiffré et les flux 1, 3 et 4 sont probablement surestimés. En effet, il conviendrait de comparer la situation présente à une situation hypothétique où les investissements directs seraient plus faibles. Comme celle-ci ne pouvait être construite, on a opté pour une méthodologie simple mais grossière. La Brookings s'est bornée à faire le rapport des valeurs prises par les flux, au stock d'investissements directs, cumulés sur des périodes allant de un à quatre ans selon les cas. Aucune vérification de la stabilité des coefficients n'a été effectuée. Finalement, l'ensemble paraît très fragile.

Nous pouvons brièvement préciser cette impression. Notre appendice comptable permet de vérifier que 52 % des profits sont rapatriés et 48 % réinvestis sur place, et ce avec une bonne stabilité dans le temps et selon les pays, ce qui confirme les chiffres de la Brookings.

Elle permet aussi de dresser le tableau suivant, pour les années 1957, 1962, 1963, 1964 cumulées.

TABLEAU I

	(millions de dollars)	
	<i>Canada</i>	<i>Europe de l'Ouest</i>
Importations de biens d'équipements, en provenance des Etats-Unis, des entreprises contrôlées.....	167	171
Importations totales en provenance des Etats-Unis, des entreprises contrôlées	5 573	2 725
Flux d'investissements directs américains	456	1 561
Formation brute de capital fixe des entreprises contrôlées.....	2 325	3 808
Stock d'investissements directs en début d'année.....	16 315	19 069

On voit que les investissements directs des Etats-Unis au Canada engendrent un accroissement des exportations américaines vers les entreprises qu'ils contrôlent, plus important que celui dû à leurs investissements en Europe.

Cela est en accord avec les structures différentes de la balance des paiements américaine, à l'égard du Canada et de l'Europe de l'Ouest, mise en évidence dans le chapitre II.

Le coefficient d'importation des entreprises contrôlées, estimé par la Brookings sur la période 1957-1960, était de 10,6 %. Ici, sur une période de même durée, mais différente, il est de 14,5 %. Il est donc très instable.

Au terme du fonctionnement de ces mécanismes, le pays qui reçoit des investissements directs américains se retrouve en possession de dollars qu'il peut conserver ou dépenser pour accroître ses importations, comme nous l'avons vu.

La Brookings a fait sur ce sujet une hypothèse extrême en supposant, qu'à l'exception de l'Europe de l'Ouest, aucun pays n'essaierait d'accroître son stock de réserve¹.

Effectivement, un de ses graphiques (p. 24) montre une évolution des niveaux de réserves de différents pays, compatible avec cette hypothèse de 1950 à 1962. Il n'en est plus de même pour la période 1962-1968, pour laquelle H. R. Heller donne les chiffres suivants² (tableau 2).

1. Le lecteur attentif a remarqué qu'il y a eu un glissement dans le vocabulaire de l'expression « avoirs à court terme » au mot « réserves ». Ceci est dû à ce que le concept d'équilibre de la balance des paiements, utilisé dans l'étude de la Brookings, est celui de la balance de base : « Les considérations de mouvement de capitaux à court terme (à l'exception des réserves officielles) ont été exclues pour éliminer les facteurs spéculatifs et probablement réversibles. » Quelques nuances sont apportées à cette proposition extrémiste, mais elles sont sans conséquence pour l'étude. Elle nous semble tout à fait injustifiée. Considérons des périodes antérieures à la date de l'étude : l'accroissement de l'actif américain à court terme a été de 1 448 million de dollars de 1950 à 1957 et de 2 657 millions de dollars en 1958-59, soit de l'ordre de grandeur de la diminution du niveau des réserves (chiffres d'HODJERA, *op. cit.*).

2. The United States balance of payments in 1968 : a comment, *Journal of Money, Credit and Banking*, août 1970.

TABLEAU 2

(milliards de dollars)

*Variation du niveau
de réserves internationales
de 1962 à 1968*

Etats-Unis.....	— 1,51
Europe de l'Ouest (Royaume-Uni in- clus)	6,15
Japon	0,89
Autres pays développés	2,44
Pays sous-développés	4,96

Comme on pourra le remarquer, ceux-ci conduisent à un effondrement du mécanisme de résorption des réserves excédentaires par un déficit commercial, que décrit la Brookings, mais celui-ci est suffisamment intéressant pour mériter d'être présenté, et conserve sans doute une part de vérité.

Considérons un univers constitué de quatre pays :

- les Etats-Unis ;
- un pays A qui conserve les réserves qui sont la contrepartie des excédents de sa balance des paiements ;
- deux pays B et C qui n'accumulent pas de réserves : 100 \$ de devises supplémentaires arrivant en B conduisent celui-ci à accroître ses importations en provenance de A de 70 \$, en provenance de C de 20 \$, et en provenance des Etats-Unis de 10 \$; pour C ces chiffres sont respectivement 10, 40 et 50 \$.

Un déséquilibre de la balance américaine lors d'une période donne naissance, au cours des périodes suivantes, à un processus d'amplitude décroissante, qui évoque le multiplicateur keynésien. Les auteurs en font une description précise avec les chiffres précédents. Ils utilisent alors le *Yearbook of International Trade Statistics* des Nations Unies de 1960, pour calculer une matrice des proportions

des importations que chaque pays reçoit de chaque autre.

Elle leur permet de déterminer quelle part des dépenses, faites par les Etats-Unis dans un pays étranger, y revient à la fin¹ du processus. Ils obtiennent le tableau ci-dessous :

TABLEAU 3

Canada	.7264
Amérique latine (zone dollar)	.6319
Amérique latine (zone non dollar)	.4531
Communauté européenne	.0000 ⁽¹⁾
Europe de l'Ouest à l'exclusion de la C.E.E. et du Royaume-Uni	.0000 ⁽¹⁾
Moyen-Orient	.2481
Australie, Nouvelle-Zélande et Afrique du Sud	.2796
Japon	.5464
Asie (zone sterling)	.3387
Asie (zone non sterling)	.4742
Afrique francophone	.0520
Afrique non francophone	.1737

⁽¹⁾ Evident d'après le raisonnement.

Les critiques sont immédiates, mais montrent plus les limites de la méthode qu'elles ne lui enlèvent de son intérêt :

- les flux compensateurs envisagés ne sont que commerciaux ;
- la matrice des proportions aurait dû être marginale et non moyenne ;
- des flux initiaux de natures différentes (investissements directs, prêts, aide au développement) donnent probablement naissance à des flux compensateurs d'amplitudes différentes ;
- les coefficients ont été calculés à partir de la structure des échanges commerciaux de 1960, sans doute très différente de celle de 1968.

1. En réalité, à la quatrième période, mais le processus converge suffisamment vite pour que les chiffres ne changent pratiquement pas après.

ANNEXE

Il est intéressant de présenter la méthodologie utilisée par la Brookings pour projeter le flux d'investissements directs américains en Europe occidentale.

1. Elle raisonne sur trois secteurs (industries manufacturières, pétrole, autres).

2. Elle projette la formation brute de capital fixe pour chacun d'entre eux à partir de données passées et de son opinion sur les développements futurs.

3. Elle calcule un taux de dépréciation à partir de données passées, et détermine ainsi la formation nette de capital fixe en 1968.

4. Elle calcule un taux de profit et la part de celui-ci qui est rapatriée, à partir de données passées et de son opinion sur l'avenir.

5. L'hypothèse étant faite que la formation nette de capital fixe est financée par les profits réinvestis, ou les sorties de capitaux américains, le calcul de ceux-ci en 1968 se fait par simple différence. Les auteurs supposent que les fonds obtenus à l'étranger sont égaux aux stocks et avoirs liquides des filiales et succursales américaines¹.

Une méthodologie voisine fut utilisée pour projeter les investissements américains vers les autres zones et les investissements directs étrangers aux Etats-Unis.

Heller (*op. cit.*) donne le tableau suivant des flux d'investissements directs américains.

TABLEAU 4

	(milliards de dollars)	
	<i>Projection en 1968</i>	<i>Valeur en 1968</i>
Monde	2,08	3,79
Europe de l'Ouest	0,83	0,74
Autres.....	1,25	3,06

1. Notre appendice comptable montre que, d'une façon générale, la somme des profits réinvestis et des investissements directs américains est supérieure (de l'ordre de 30 %) à la formation nette de capital fixe. La procédure de la Brookings conduit ainsi à une sous-estimation des flux d'investissements directs (qui peut être très importante si les profits réinvestis sont correctement projetés).

Les prévisions pour l'Europe de l'Ouest semblent correctes. Mais il faut remarquer que le niveau des investissements des Etats-Unis vers cette zone est au-dessous de la tendance « naturelle », par suite des mesures de redressement de la balance des paiements américaine, *imprévisibles* par les experts de la Brookings. Les autres pays (dont le Canada et les pays sous-développés) ont moins subi l'impact de ces mesures et le niveau effectif des investissements américains, plus proche de la tendance « naturelle », est très supérieur à celui de la projection.

Il semble que les auteurs aient fortement sous-estimé les sorties d'investissements directs américains en 1968, mais que les mesures de redressement de la balance américaine aient été un événement aléatoire favorable qui a dissimulé leur erreur.

Les flux d'investissements directs de l'étranger aux Etats-Unis furent considérablement sous-estimés.

CHAPITRE VIII

Les investissements directs et la théorie du commerce international

Nous n'avons, tout au long de ce livre, jamais évoqué les liens qui pourraient exister entre les phénomènes qu'analyse la théorie du commerce international et ceux que nous avons étudiés¹. Or, ces liens nous semblent loin d'être d'une importance secondaire. Plus précisément, le théorème d'Heckser-Ohlin montre comment les échanges de biens entre deux pays induisent une égalisation des taux de profit et rendent ainsi inutile tout flux d'investissements directs visant à assurer celle-ci.

Reprenons le raisonnement de ce théorème.

Soit un pays qui fabrique deux biens en utilisant deux facteurs, le travail et le capital. Les deux courbes de la

1. Le lecteur désireux d'approfondir les notions introduites dans ce paragraphe peut se référer à l'excellent petit livre de R. FINDLAY, cité dans la bibliographie générale. Une compréhension approfondie des difficultés d'introduire une théorie des mouvements de capitaux dans une théorie du commerce international demande la lecture (plus difficile) de la troisième partie de l'article de J. S. CHIPMAN, *Survey of the theory of international trade*, *Econometrica*, janvier 1966. S'il désire consulter l'une des rares intégrations de ces deux théories, qui ne se borne pas à l'étude de cas limites, et qui soit sérieuse, il pourra lire (de préférence après l'article de CHIPMAN) l'article très stimulant de R. W. JONES, *International capital movements and the theory of tariffs and trade*, *The Quarterly Journal of Economics*, février 1967. Son formalisme très lourd achèvera de le convaincre de la difficulté de la tentative.

figure 8, où le travail est porté en abscisse et le capital en ordonnée, représentent les différentes combinaisons de facteurs requises pour fabriquer une *valeur* de 1 F de chacun des deux produits. Si nous supposons que les fonctions de production sont homogènes de degré un, la théorie économique de la production nous apprend que le prix de chaque

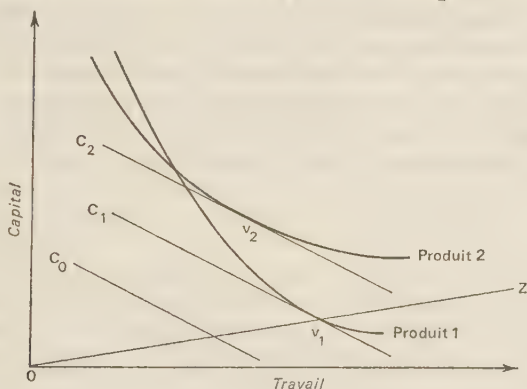


FIG. 8

produit est égal à son *coût total*, c'est-à-dire à la rémunération des facteurs qu'il requiert¹.

Si nous supposons aussi la parfaite mobilité des facteurs entre la fabrication des deux produits, leur *coût relatif* sera le même sur chacune des courbes. On peut le représenter par la pente de la droite iso-coût C_0 . La combinaison capital-travail choisie pour la fabrication de chacun des deux biens, par la minimisation de son coût, est donnée par v_1 et v_2 , points de contact de C_1 et C_2 parallèles à C_0 , avec les courbes du produit 1 et du produit 2.

1. Voir par exemple le paragraphe 2 B du chapitre XI, « L'évolution des structures et techniques de la production » du livre de L. STOLERU, cité dans la bibliographie générale.

C_1 étant au-dessous de C_2 , la fabrication du produit 1 coûte moins cher que celle du produit 2. Si celui-ci est fabriqué, son coût est égal à son prix qui est de 1 F. Mais alors, le bien 1 serait vendu plus cher que son coût, en contradiction avec l'hypothèse d'homogénéité de degré un de sa fonction de production.

Si le bien 2 n'est pas fabriqué, la réconciliation avec cette hypothèse devient possible, si la dotation initiale en facteurs du pays est située sur la droite OZ passant par v_1 .

La figure 9 correspond au cas où les deux biens sont fabriqués. Elle est caractérisée par l'existence d'une tangente commune aux deux courbes des produits 1 et 2,

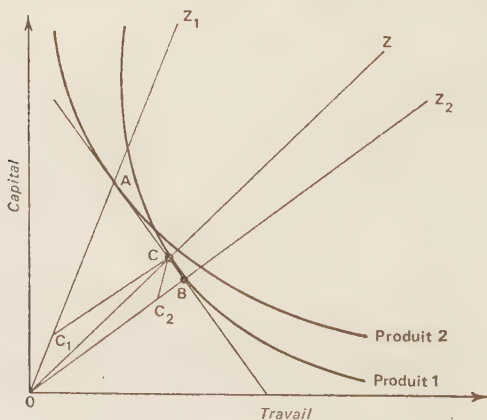


FIG. 9

permettant leur fabrication simultanée au coût minimal.

A représente la combinaison capital-travail choisie pour la fabrication du produit 1, et B celle choisie pour la fabrication du produit 2.

Le taux de salaire et le taux de profit se calculent facilement à partir de la pente du segment AB. Aussi, une fois

connue la structure de prix des produits, la rémunération des facteurs est déterminée de façon univoque.

Si le pays considéré est confronté à un autre pays, et que le commerce soit autorisé entre eux, celui-ci aura pour résultat d'assurer la même structure de prix dans les deux pays (autrement, des possibilités de gain seraient laissées aux producteurs de l'un ou l'autre produit de l'un ou l'autre pays).

Si les fonctions de production sont identiques dans les deux pays, cette structure commune des prix détermine une structure commune des rémunérations du capital et du travail.

Aussi, si les mouvements de capitaux et les immigrations deviennent possibles, elles n'ont aucune raison de se dérouler.

Précisons un peu notre raisonnement. Supposons que le capital et le travail disponibles dans le pays que nous examinons se représentent par un point sur la demi-droite OZ (C par exemple). Le capital et le travail affectés à la fabrication de chacun des deux produits se représentent par la décomposition vectorielle de ce point sur OZ_1 et OZ_2 (C_1 et C_2).

On remarque que le produit 1, qui utilise la combinaison capital-travail représentée par B , est moins capitalistique que le produit 2, qui utilise la combinaison capital-travail représentée par A .

Plus la dotation du pays en capital relativement à celle en travail est forte, plus le pays fabrique du produit capitalistique (1) relativement au produit peu capitalistique (2). La rémunération des deux facteurs reste par contre inchangée.

De la fonction de préférence de chaque pays, on peut déduire une fonction de demande pour chacun des deux biens, dont les variables sont les prix et le Revenu national. Si la fonction de préférence est homogène de degré un (c'est-à-dire si les courbes d'indifférence sont homothétiques par rapport à O), la théorie de la consommation nous

apprend que la structure de la demande ne dépend que des prix, le Revenu national fixant son niveau¹.

Comme la structure des prix dans les deux pays est la même, il en est également ainsi de leur consommation relative des deux biens si leurs préférences sont identiques. Aussi le pays dont le rapport capital-travail disponible

1. Nous pouvons expliquer très facilement les raisons de ce phénomène sur le petit graphique ci-dessous (fig. 10).

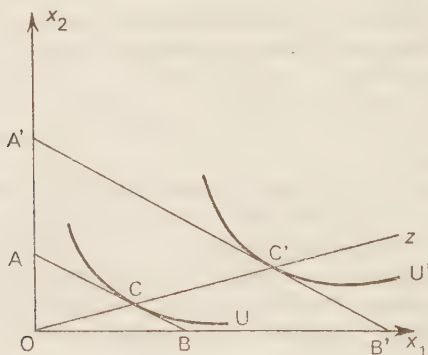


FIG. 10

Soit x_1 le premier produit et $p_1 > 0$ son prix, x_2 le second produit et $p_2 > 0$ son prix. En l'absence de saturation, la demande du pays se fera sur le segment AB défini par : $p_1 x_1 + p_2 x_2 = R$, $x_1 \geq 0$, $x_2 \geq 0$, où R représente le Revenu national.

Soit U la courbe d'indifférence (strictement convexe et différentiable) de l'économie étudiée, tangente à AB en C . C représente la demande de notre pays.

Supposons que le Revenu national soit multiplié par $\lambda > 0$. La demande du pays se fera maintenant sur le segment $A'B'$ homothétique de AB par rapport à O dans le rapport λ . Appelons U' la courbe d'indifférence tangente à $A'B'$ en C' . Si C' n'était pas sur OC , la tangente en C' à U' ne serait pas parallèle à AB , par suite de l'homothéticité des courbes d'indifférence et de leur stricte convexité. Or, cette tangente est $A'B'$ parallèle à AB . Donc C' est sur OC et est homothétique de C par rapport à O dans le rapport λ .

On voit que les prix p_1 et p_2 déterminent Oz , c'est-à-dire la structure de la demande, et R détermine un point C sur Oz , c'est-à-dire le niveau de la demande.

est le plus fort exportera du bien capitalistique et importera du bien non capitalistique.

Ce résultat requiert l'identité et l'homogénéité de degré un des fonctions de production et de préférence des deux pays. Il requiert, ce qui est plus délicat à remarquer, que la dotation en facteurs de chacun des deux pays soit située dans l'angle (OZ_1, OZ_2). Dans le cas contraire, le pays correspondant se spécialise dans la fabrication de l'un ou l'autre produit. Alors, le rapport capital-travail qu'il utilise pour celle-ci (égal à celui de sa dotation initiale), donc la rémunération de ces facteurs, n'a aucune raison d'être le même que dans l'autre pays.

Il requiert encore l'unicité de l'intersection entre les deux courbes, l'absence de taxes et de droits de transport ; il ne se généralise pas facilement et sans équivoques au cas de n pays, m facteurs et p produits, etc.

On peut rappeler que W. W. Leontief avait testé l'exactitude du théorème d'Heckser-Ohlin sur la structure du commerce extérieur des Etats-Unis en 1947.

Il avait montré que ceux-ci avaient exporté des biens nécessitant beaucoup de travail, et importé des biens nécessitant beaucoup de capital pour leur production. Comme ce pays semble doté d'un rapport capital-travail plus élevé que celui du reste du monde, sa structure des échanges extérieurs apparaissait en contradiction avec le théorème d'Heckser-Ohlin.

La littérature à laquelle donna lieu ce résultat fut considérable. Il apparut rapidement qu'il n'était lié ni à la méthode statistique utilisée, ni à l'année d'expérimentation choisie. Il restait à rechercher les raisons qui empêchaient le théorème d'Heckser-Ohlin d'être valide.

On remarque alors que ces raisons, lorsqu'elles empêchent l'égalisation des rémunérations des facteurs par les échanges extérieurs, expliquent les mouvements d'investissements directs qui tentent de la réaliser.

Nos modèles du chapitre VI peuvent se resituer dans la

problématique qui précède, en remarquant qu'ils supposent implicitement une identité des fonctions de production de chaque bien, mais pas forcément de chaque pays.

L'égalisation des prix relatifs des deux produits dans chaque pays (à 1) s'effectue trivialement sans échanges extérieurs, et ne contribue nullement à la fixation de la rémunération des facteurs.

Nous avons ainsi une situation qui se situe à l'extrême de celle analysée par le théorème d'Heckscher-Ohlin. D'autres cas extrêmes, par exemple où chaque pays est spécialisé dans la fabrication d'un des produits, ou bien où un pays fabrique un bien intermédiaire indispensable aux opérations de production de l'autre pays, etc., peuvent être étudiés et ont fait l'objet d'une certaine littérature.

APPENDICE COMPTABLE

Indications comptables sur les entreprises américaines du secteur des industries manufacturières situées à l'étranger pour les années 1957, 1963, 1966, 1969 et 1970¹

I. INTRODUCTION

Le département du Commerce publie dans le *Survey of Current Business* trois types de statistiques relatives aux investissements directs américains à l'étranger² :

1° Des recensements quasi exhaustifs. Au moment de la rédaction de cet appendice, nous ne disposions que de celui de l'année 1957, paru en 1960 dans un numéro spécial *U.S. business investment in foreign countries*, et d'une partie du suivant, relatif à l'année 1966, *U.S. direct investment abroad*, part 1 : *Balance of payments data*,

1. Les nomenclatures américaines sont définies dans le *Dictionary of economic and statistical terms*, U.S. Department of Commerce, 1969. Les autres années, ainsi que les données relatives à d'autres pays, peuvent être trouvées dans notre ouvrage, *Etude macroéconomique des investissements directs américains dans les pays hautement industrialisés*, annexe 1, cité dans la bibliographie générale.

2. La source statistique la plus récente en notre possession quand nous avons rédigé cette annexe est le *Survey of Current Business* de mars 1972.

parue en 1971¹. Le dernier relatif à l'année 1970 n'était pas encore publié.

2° Des relevés annuels très complets de grandeurs intéressant la balance des paiements américaine (stocks et flux d'investissements directs américains, partie distribuée ou réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis). Certaines de ces grandeurs, figurant dans la balance des paiements, font l'objet de recensements trimestriels.

3° Des recensements partiels (de l'ordre de 60 % des postes concernés pour les industries manufacturières), complétés par une extrapolation fondée sur le recensement de 1957, d'un grand nombre de grandeurs caractéristiques de l'activité des entreprises étrangères contrôlées par les Etats-Unis (formation de stocks, fonds d'amortissement, profit, formation brute de capital fixe, ventes, exportations, en particulier aux Etats-Unis, importations en provenance des Etats-Unis, etc.).

Seule la formation brute de capital fixe, parmi ces dernières grandeurs, a paru annuellement de 1957 à 1972. Les chiffres des deux dernières années n'étant que provisoires n'ont pas été reproduits dans nos tableaux. Les autres grandeurs ne sont connues, que jusqu'en 1965 (et encore avec des lacunes pour certaines) le département du Commerce ayant estimé peu justifiées les extrapolations des enquêtes postérieures². Le recensement de 1966 permettra sans doute de les effectuer.

En général les extrapolations sont particulièrement soignées et justifiées pour le secteur des industries manufacturières. Celui-ci est décontracté *soit* en sous-secteurs (industries mécaniques, électriques, chimiques, etc.), *soit* en pays.

La disponibilité des données, notre désir d'obtenir une décontraction géographique précise et de raisonner sur un ensemble d'activités pas trop hétérogène nous ont conduit à établir notre comptabilité pour le secteur des industries manufacturières.

1. Cette dernière source n'a pratiquement pas été utilisée. Elle donnait pour l'année 1966 des résultats différents de ceux du 2° (sans doute meilleurs). Cette année prenait alors un caractère exceptionnel et artificiel, dû à l'hétérogénéité des procédures d'estimation.

2. Par exemple le *Survey of Current Business* de novembre 1970 ne donne que les résultats de l'enquête effectuée pour les années 1967 et 1968, qui sont inutilisables pour nous.

Une autre justification de notre choix provient de l'importance de ce secteur, qui apparaît dans le tableau ci-dessous :

TABLEAU I

Valeur comptable du stock d'investissements directs américains à l'étranger à la fin de 1969

(millions de dollars)

	Tous sec- teurs	Indus- tries minières	Pétrole	Industries manu- factu- rières	Autres
Monde entier	64 983	5 435	18 887	26 414	14 202
Canada.....	19 535	2 638	4 094	8 568	4 235
Royaume-Uni	6 694	2	1 563	4 243	886
C.E.E.	9 012	19	2 146	5 399	1 448
Japon	1 050	0 ⁽¹⁾	405	522	123

(¹) Les chiffres de cet appendice sont arrondis au plus proche entier. Ainsi 0 signifie moins de 500 000 \$.

Nous avons essayé de rédiger cet appendice en fonction d'un certain nombre d'exigences :

- la simplicité de sa lecture ;
- la précision des termes comptables utilisés, tout en évitant les détails techniques ;
- l'exploitation du maximum d'informations que donne le département du Commerce.

Nous les avons formulées à la lumière des innombrables contre-sens que l'on peut trouver dans les écrits ou les déclarations de personnes utilisant les statistiques du *Survey of Current Business* sans les avoir comprises. Il est vrai qu'une de leurs qualités n'est certainement pas la clarté.

2. LES ENTREPRISES CONTRÔLÉES PAR LES ETATS-UNIS

On appelle *entreprises étrangères contrôlées* par les Etats-Unis :

- les entreprises étrangères par actions, dont 10 % sont possédées par un individu ou une association résidant aux Etats-Unis ;
- celles qui ne sont pas par actions, dont une part équivalente est possédée de la même façon ;
- quelques entreprises où ces conditions ne sont pas remplies, mais notoirement contrôlées par les Etats-Unis ;
- les entreprises étrangères par actions, dont 50 % sont réparties à l'intérieur des Etats-Unis, même si aucun résident américain n'en possède 10 % ;
- les *succursales* d'entreprises américaines. Celles-ci se différencient des *filiales* par l'absence de personnalité juridique.

On appelle *maison mère* les résidents américains conduisant une entreprise étrangère à être déclarée contrôlée. Elle peut être une personne, une association, ou la collectivité de résidents américains possédant plus de 50 % des actions¹.

Les associations, considérées pour la définition des entreprises étrangères contrôlées, sont les familles, les entreprises associées aux personnes pour le bénéfice desquelles ou par lesquelles elles ont été créées, les personnes possédant 10 % du droit de vote d'une entreprise américaine, considérées comme associées entre elles et à cette entreprise.

Les *stocks* et les *flux d'investissements directs* sont relatifs à l'actif et à ses variations des Etats-Unis sur les entreprises contrôlées, à l'exception des emprunts de celles-ci auprès des institutions financières (publiques ou privées) américaines, et des crédits américains.

Ainsi, bien que les intérêts américains minoritaires et les prêts à long terme ne contribuent pas à la définition d'une entreprise contrôlée, ils sont comptabilisés dans les investissements directs.

Il peut être intéressant d'indiquer quelques principes comptables :

- Les évaluations des actifs sont en général à leur coût.
- La comptabilité que nous allons présenter est en dollars. Les

1. Lexique : Entreprise étrangère contrôlée = *Foreign affiliate*.
 Maison mère = *Parent*.
 Succursale = *Foreign Branch*.

actifs ont été convertis au taux de l'époque de leur acquisition, le passif courant au taux actuel, les réserves d'amortissement au taux de l'actif qui leur est associé. Les plus-values non réalisées n'apparaissent pas dans les profits. Elles accroissent cependant la valeur de l'actif courant net, donc le stock d'investissements directs.

3. UNE COMPTABILITÉ DE FLUX POUR LE CANADA ET L'EUROPE DE L'OUEST

Les postes qui figurent aux *ressources* sont les suivants :

- (1) *Les fonds d'amortissements* parus dans le *Survey of Current Business* jusqu'en 1965.
- (2) *La partie des profits*¹ *appartenant aux Etats-Unis* paraissant chaque année dans le *Survey of Current Business*.

Pour les filiales, il s'agit de la part des profits revenant à la maison mère américaine², après les impôts sur les bénéfices payés à l'étranger, le paiement des intérêts aux Etats-Unis, les dividendes des actions de préférence (négligeable), mais avant les impôts sur les dividendes payés à l'étranger.

Pour les succursales, il s'agit des profits après l'impôt sur les bénéfices payé à l'étranger, mais avant l'amortissement et les taxes américaines. Ils sont supposés entièrement rapatriés³.

- (3) *La partie des profits appartenant à l'étranger*, obtenue par soustraction de (2) aux profits totaux (a), qui ont paru dans le

1. Les profits comprennent les *depletion charges* à la différence des profits totaux (a). La différence est cependant minime pour les industries manufacturières, à la différence des industries minières et du pétrole, et sera négligée par la suite.

2. Les investissements directs (stock et flux) tiennent compte d'autres résidents américains que la maison mère, ainsi que des prêts à long terme.

3. Cette fiction comptable pourrait gêner l'interprétation de la partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis (8) (surestimée), et du flux d'investissements directs (4) (surestimé). D'autre part, les postes profits distribués (c) et fonds obtenus aux Etats-Unis... (d) ne s'y conforment pas, ce qui introduit une hétérogénéité dans notre comptabilité. En réalité, ces deux inconvénients sont sans conséquence, car les succursales sont peu nombreuses dans les industries manufacturières. Par exemple en 1964, pour le monde entier, les profits réinvestis des succursales furent de 6 millions de dollars ; pour l'ensemble des entreprises contrôlées, ils furent de 914 millions de dollars, et le flux d'investissements fut de 996 millions de dollars.

Survey of Current Business jusqu'en 1965. Comme elle est obtenue par solde et que son niveau est peu élevé, sa connaissance en est assez imprécise.

- (4) *Le flux d'investissements directs américains*, paraissant chaque année dans le *Survey of Current Business*.

Il comprend la partie réinvestie des profits des succursales (3) et l'achat d'intérêts minoritaires dans les firmes déjà contrôlées. Il comprend aussi l'endettement à court et long terme et l'émission d'actions à l'égard des Américains, appartenant ou non à la maison mère. Les emprunts auprès des institutions financières et du gouvernement américain et les crédits commerciaux des Etats-Unis sont cependant exclus.

- (5) *Les ventes d'entreprises*, paraissant dans le *Survey of Current Business* depuis 1964.

- (6) *Les fonds obtenus à l'étranger*, qui ont paru dans le *Survey of Current Business* jusqu'en 1965. Ils comprennent les fonds obtenus auprès d'autres entreprises contrôlées, ceux obtenus des institutions financières étrangères, les crédits commerciaux de l'étranger, le solde des ventes d'actions à l'étranger, et divers accroissements de passifs à l'égard de l'étranger ; ceci à l'exclusion de la vente d'actifs fixes.

- (7) *Divers*, qui pourrait être obtenu par solde du total des emplois au total des ressources. Son interprétation varierait en fonction des lacunes comptables. D'autre part, il serait une estimation bien optimiste des insuffisances de la comptabilité, puisque celles-ci sont dans les deux sens et que seul leur solde apparaîtrait. Ces deux raisons nous ont conduit à ne pas donner ses valeurs.

Les postes qui figurent aux *emplois* sont les suivants :

- (8) *La partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis*, obtenue par soustraction de la partie réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis (b), à (2). Elle est comptabilisée avant les impôts étrangers sur les dividendes.

- (9) *La partie distribuée des profits appartenant à l'étranger*, obtenue par soustraction des profits distribués, qui ont paru dans le *Survey of Current Business* jusqu'en 1965, à (8). Comme elle est obtenue par solde et que son niveau est peu élevé, sa connaissance en est très imprécise.

- (10) *La formation brute de capital fixe (FBCF)*, paraissant chaque année dans le *Survey of Current Business*. Les chiffres de 1971 et 1972 ne sont connus que de façon provisoire et non reproduits. Elle inclut l'achat de biens d'équipement d'occasion, mais exclut la vente d'actifs fixes. Elle répertorie les sommes dépensées.
- (11) *La formation de stocks*, qui a paru dans le *Survey of Current Business* jusqu'en 1965.
- (12) *L'accumulation d'actifs liquides sur les clients étrangers*, qui a paru dans le *Survey of Current Business* jusqu'en 1965. L'accumulation d'actifs liquides sur les Etats-Unis apparaît dans le flux d'investissements directs américains (négativement).
- (13) *Les royalties et droits payés aux Etats-Unis* (licences, locations, frais de recherche et développement payés à la maison mère, frais d'administration de celle-ci), paraissant dans le *Survey of Current Business* depuis 1963.
- (14) *L'acquisition d'entreprises existantes*, paraissant dans le *Survey of Current Business* depuis 1964.

Un tableau annexe répertorie les postes suivants :

- (a) *Les profits des entreprises contrôlées*, utilisés pour le calcul de (3).
- (b) *La partie réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis*, utilisée pour le calcul de (8).
- (c) *Les profits distribués*, utilisés pour le calcul de (7).
- (d) *Les fonds obtenus aux Etats-Unis, non destinés à l'acquisition d'entreprises existantes ou à l'acquisition nette d'intérêts minoritaires*.

Ils se distinguent encore du flux d'investissements directs américains par l'inclusion des emprunts effectués auprès des institutions financières américaines et des crédits américains. Ils ont paru dans le *Survey of Current Business* jusqu'en 1965.

- (e) *Le cash flow*, somme des profits totaux (a) et des fonds d'amortissement (1).

LEXIQUE

- (1) Fonds d'amortissement = *Depreciation and depletion charges*, ou, plus simplement, *Depreciation and depletion*.
- (2) Partie des profits appartenant aux Etats-Unis = *Net earnings on foreign corporations*, ou, plus simplement, *Earnings*.

TABLEAU 2

(millions de dollars)

	Canada						Europe de l'Ouest					
	1957	1960	1963	1966	1969	1970	1957	1960	1963	1966	1969	1970
Ressources :												
(1) Fonds d'amortissement	253	320	395				192	310	571			
(2) Part des profits appartenant aux Etats-Unis	342	398	525	628	833	649	306	487	627	860	1 462	1 662
(3) Part des profits appartenant à l'étranger	53	72	98				45	74	92			
(4) Flux d'investissements directs américains	184	29	120	566	248	321	94	607	395	899	577	785
(5) Ventes d'entreprises				12	27	3				4	37	41
(6) Fonds obtenus à l'étranger	— 8	— 80	152				367	386	692			
(7) Divers (pour mémoire)												
Emplois :												
(8) Partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis	162	164	187	354	334	319	176	250	316	494	642	978
(9) Partie distribuée des profits appartenant à l'étranger	35	43	21				— 8	15	12			
(10) Formation brute de capital fixe	561	384	535			1 159	497	608	1 034	2 243	2 539	3 593
(11) Formation de stocks	49	30	110	1 174	1 036		152	424	283			
(12) Accumulation d'actifs liquides sur les clients étrangers	24	45	215				113	220	350			
(13) Royalties et droits payés aux Etats-Unis	38		124	165	187	223	45		236	327	454	495
(14) Acquisition d'entreprises existantes				60	164	98				188	347	465
(a) Profits totaux des entreprises contrôlées aux Etats-Unis	395	470	623				353	561	729			
(b) Partie réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis	180	234	338	274	599	330	124	237	301	366	820	684
(c) Profits distribués	197	207	208				168	265	328			
(d) Fonds obtenus aux Etats-Unis non destinés à	190	31	68				75	240	239			
(e) Cash-flow	648	790	1 018				534	871	1 300			

- (4) Flux d'investissements directs américains = *Net capital outflow*.
- (5) Ventes d'entreprises = *Sales by american companies of foreign enterprises*.
- (6) Fonds obtenus à l'étranger = *Funds obtained abroad*.
- (10) Formation brute de capital fixe = *Plant and equipment expenditures*.
- (11) Formation de stocks = *Inventories*.
- (12) Accumulation d'actifs liquides sur les clients étrangers = *Receivables*.
- (13) Royalties et droits payés aux Etats-Unis = *Direct investment receipts of royalties and fees*.
- (14) Acquisition d'entreprises existantes = *Acquisitions by american companies of foreign enterprises*.
- (a) Profits des entreprises contrôlées = *Net Income*.
- (b) Partie réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis = *Reinvested earnings of foreign corporations*, ou *Undistributed subsidiary earnings*.
- (c) Profits distribués = *Income paid out*.
- (d) Fonds obtenus aux Etats-Unis non destinés à... = *Funds from the United States*.

N.B. — Nous n'avons pas utilisé les statistiques *Income*.

4. UNE COMPTABILITÉ DE FLUX POUR QUELQUES PAYS INDUSTRIALISÉS

Nous avons élaboré des tableaux comptables pour :

- la France,
- la République fédérale d'Allemagne,
- l'Italie,
- les Pays-Bas,
- le Royaume-Uni,
- le Japon.

La Suisse n'a pas été prise en compte, car les flux très importants d'investissements directs qu'elle reçoit dissimulent une redistribution ignorée vers d'autres pays¹.

1. Dans le *Bulletin économique* de janvier-février 1969, le conseiller commercial de France à Londres estime que les trois quarts des investissements suisses au Royaume-Uni sont, en fait, constitués par des capitaux américains.

Ces comptabilités seront cependant plus agrégées que les précédentes. Nous avons les postes suivants :

- la formation brute de capital fixe,
- les flux d'investissements directs américains,
- la part des profits appartenant aux Etats-Unis,
- la part réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis, obtenue à partir du *Survey of Current Business*,
- la partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis, obtenue par solde des deux derniers postes,
- les fonds d'amortissements, estimés par le procédé suivant :

1) Pour 1957 ils sont supposés proportionnels au poste stock d'investissements directs, qui est connu pour chaque pays. Le coefficient de proportionnalité est le rapport, pour l'ensemble de l'Europe de l'Ouest, du poste fonds d'amortissements par le poste stock d'investissements directs.

2) Pour les années postérieures, on utilise une formule d'amortissement, calculée à la suite d'une analyse économétrique :

$$D(T + 1) - D(T) = 0,242 [I(T) - D(T)].$$

3) Pour les pays européens, on corrige le résultat obtenu, de façon à ce que la proportion de la somme de leurs fonds d'amortissements aux fonds d'amortissements de l'Europe de l'Ouest, connu par ailleurs, reste sensiblement la même.

La qualité de nos statistiques de fonds d'amortissements est donc mauvaise. Cependant, nous avons pu nous apercevoir qu'elles étaient peu sensibles aux valeurs des paramètres (0,242 et chiffres de 1957), et à la correction. Aussi nous pensons qu'elles n'ont rien de ridicule. Nous n'avons pas cependant jugé sérieux de les prolonger au-delà de 1963.

Les autres postes des tableaux du sous-appendice précédent nous sont inconnus. De plus, de par leur nature, il semble peu sérieux d'en faire une répartition proportionnelle. Aussi entreront-ils tout simplement dans le poste divers. Comme, à la différence du paragraphe précédent, sa signification ne change pas de 1957 à 1963, nous en avons donné ses valeurs durant cette période.

TABLEAU 3

	<i>France</i>					
	(millions de dollars)					
	1957	1960	1963	1966	1969	1970
<i>Emplois :</i>						
Partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis	15	14	18	33	71	62
Formation brute de capital fixe	44	66	160	288	338	544
Divers	— 12	24	44			
Total	47	104	222			
<i>Ressources :</i>						
Fonds d'amortissement .	22	30	55			
Part des profits appartenant aux Etats-Unis ...	22	31	38	81	153	187
Flux d'investissements directs américains	3	43	129	68	74	218
Total	47	104	222			
Part réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis .	7	17	20	48	82	125

TABLEAU 4

	<i>République fédérale d'Allemagne</i>					
	(millions de dollars)					
	1957	1960	1963	1966	1969	1970
<i>Emplois :</i>						
Partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis	24	54	101	166	187	155
Formation brute de capital fixe	100	205	261	581	607	955
Divers	— 42	9	60			
Total	82	268	422			
<i>Ressources :</i>						
Fonds d'amortissement .	25	66	184			
Part des profits appartenant aux Etats-Unis ..	36	120	160	217	487	551
Flux d'investissements directs américains	21	82	78	237	156	12
Total	82	268	422			
Part réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis	12	66	59	51	300	36

TABLEAU 5

Italie

(millions de dollars)

	1957	1960	1963	1966	1969	1970
<i>Emplois :</i>						
Partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis ...	5	11	17	23	33	49
Formation brute de capital fixe	18	20	107	125	181	279
Divers	5	32	— 45			
Total	28	63	79			
<i>Ressources :</i>						
Fonds d'amortissement	7	10	22			
Part des profits appartenant aux Etats-Unis	11	21	22	42	84	95
Flux d'investissements directs américains	10	32	35	72	82	41
Total	28	63	79			
Part réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis	6	10	5	19	51	46

TABLEAU 6

Pays-Bas

(millions de dollars)

	1957	1960	1963	1966	1969	1970
<i>Emplois :</i>						
Partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis	1	5	5	20	14	34
Formation brute de capital fixe	7	22	41	151	203	228
Divers	— 1	3	— 8			
Total	7	30	38			
<i>Ressources :</i>						
Fonds d'amortissement.	4	5	14			
Part des profits appartenant aux Etats-Unis..	2	6	11	37	60	84
Flux d'investissements directs américains...	1	19	13	85	55	83
Total	7	30	38			
Part réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis	1	1	6	17	46	50

TABLEAU 7

Royaume-Uni

(millions de dollars)

	1957	1960	1963	1966	1969	1970
<i>Emplois :</i>						
Partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis	77	135	142	199	257	238
Formation brute de capital fixe	299	252	399	698	858	1 075
Divers	— 40	464	46			
Total	336	851	587			
<i>Ressources :</i>						
Fonds d'amortissement .	112	168	239			
Part des profits appartenant aux Etats-Unis ..	165	251	301	359	426	463
Flux d'investissements directs américains....	59	432	47	262	106	198
Total	336	851	587			
Part réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis	88	116	159	160	169	225

TABLEAU 8

Japon

(millions de dollars)

	1957	1960	1963	1966	1969	1970
<i>Emplois :</i>						
Partie distribuée des profits appartenant aux Etats-Unis	0	3	6	20	61	79
Formation brute de capital fixe	28	30	69	153	268	374
Divers	— 20	— 4	— 15			
Total	8	29	60			
<i>Ressources :</i>						
Fonds d'amortissement	3	14	33			
Part des profits appartenant aux Etats-Unis .	4	8	19	56	146	158
Flux d'investissements directs américains ..	1	7	8	22	39	32
Total	8	29	60			
Part réinvestie des profits appartenant aux Etats-Unis	4	5	13	36	85	79

5. UNE COMPTABILITÉ DE STOCK POUR LE CANADA ET L'EUROPE DE L'OUEST

Elle est réduite :

- au stock d'investissements directs américains, qui paraît chaque année dans le *Survey of Current Business* ;
- aux actifs fixes nets, c'est-à-dire les actifs fixes au coût, diminués des réserves d'amortissement.

Le dernier poste nous est donné pour 1957 par le recensement de cette année ; il a été calculé par la suite par addition de la formation brute de capital fixe et soustraction des fonds d'amortissement.

Sa signification économique est délicate, il peut être l'indicateur d'un parc de capital moderne, les réserves d'amortissement ayant été utilisées, ou d'un parc de capital ancien, ces réserves ayant été conservées. Nous pensons que la première hypothèse est la plus probable.

Au cours de notre recherche, nous avons essayé d'estimer d'autres postes de cette comptabilité par quelques astuces comptables (par exemple : la partie de la richesse nette appartenant à l'étranger, ou les actifs courants nets). Elles nous ont semblé ultérieurement pouvoir conduire à des résultats fantaisistes, aussi les avons-nous abandonnées.

TABLEAU 9

<i>Canada</i>					
(millions de dollars)					
	1957	1960	1963	1966	1969 1970
Actifs fixes nets	2 795	3 073	3 345		
Investissements directs ..	3 512	4 827	5 761	7 675	9 406 10 050

TABLEAU 10

<i>Europe de l'Ouest</i>					
(millions de dollars)					
	1957	1960	1963	1966	1969 1970
Actifs fixes nets	1 725	2 433	3 900		
Investissements directs .	2 077	3 797	5 610	8 876	12 280 13 703

Les chiffres sont ceux de la fin de l'année.

6. UNE COMPTABILITÉ DE STOCK POUR QUELQUES PAYS INDUSTRIALISÉS

Elle est identique à la précédente, mais le poste actifs fixes nets est estimé différemment.

1° Pour 1957, il est supposé proportionnel au poste stock d'investissements directs qui est connu pour chaque pays. Le coefficient de proportionalité est le rapport, pour l'ensemble de l'Europe de l'Ouest, du poste actifs fixes nets par le poste stock d'investissements directs.

2° Pour les années postérieures, on utilise la formule :

$$A(T + 1) = A(T) + I(T + 1) - D(T + 1)$$

où A représente les actifs fixes nets, I la formation brute de capital fixe et D les fonds d'amortissement.

Pour les pays européens, le rapport de la somme de leurs actifs fixes à ceux de l'Europe de l'Ouest, connus par ailleurs, reste sensiblement le même durant la période 1957-1965. Ceci nous semble une garantie de la qualité de nos résultats.

TABLEAU II

(millions de dollars)

	1957	1960	1963	1966	1969	1970
Actifs fixes nets :						
France	202	277	473			
R.F.A.	223	512	1 046			
Italie	61	78	215			
Pays-Bas	37	62	119			
Royaume-Uni	997	1 289	1 760			
Japon	30	64	164			
Stock d'investissements directs :						
France	243	402	764	1 201	1 518	1 867
R.F.A.	268	638	1 121	1 839	2 750	2 812
Italie	73	170	259	534	716	801
Pays-Bas	44	80	155	372	656	790
Royaume-Uni	1 201	2 164	2 739	3 716	4 567	4 988
Japon	36	91	145	334	639	753

Les chiffres sont ceux de la fin de l'année.

7. LES VENTES DES ENTREPRISES CONTROLÉES PAR LES ETATS-UNIS¹

Nous pouvons établir les trois tableaux ci-dessous.

TABLEAU 12

		<i>Canada</i>	(millions de dollars)	
	<i>Ventes</i>	<i>Ventes sur place</i>	<i>Exportations aux Etats- Unis (1)</i>	<i>Exportations vers d'autres pays</i>
1957....	7 897			
1958....				
1959....	8 440			
1960....	8 665			
1961....	8 665			
1962....	9 196	7 478	829	889
1963....	10 199	8 424	1 035	740
1964....	11 620	9 500	1 219	901
1965....	13 445	10 908	1 458	1 079

(1) En 1965, les importations américaines de produits manufacturés étaient de 12 439 millions de dollars, dont 1 779 en provenance d'entreprises contrôlées.

TABLEAU 13

		<i>Europe de l'Ouest</i>	(millions de dollars)	
	<i>Ventes</i>	<i>Ventes sur place</i>	<i>Expor- tations aux Etats-Unis</i>	<i>Exportations à l'étranger</i>
1957	6 313	4 950	189	1 174
1958				
1959	7 690			
1960	9 310			
1961	10 780			
1962	12 120	9 374	135	2 511
1963	14 045	10 805	123	3 117
1964	16 653	12 843	185	3 625
1965	18 761	14 357	220	4 184

1. Le dernier article sur ce sujet est paru dans le *Survey of Current Business* de novembre 1966.

Il est intéressant de remarquer que les exportations des entreprises européennes contrôlées, vers les Etats-Unis, sont négligeables. Le but des investissements directs américains dans cette zone n'est donc pas d'obtenir pour les Etats-Unis des produits à des conditions plus avantageuses que chez eux.

TABLEAU 14

Ventes des entreprises contrôlées

(millions de dollars)

	<i>France</i>	<i>R.F.A.</i>	<i>Italie</i>	<i>Belgique Luxem- bourg et Pays- Bas</i>	<i>Royaume- Uni</i>	<i>Japon</i>
1957..	763	1 116	230	416	3 303	217
1958..						
1959..	789	1 572	244	461	4 050	240
1960..	965	1 835	350	602	4 715	290
1961..	1 255	2 265	525	760	5 070	380
1962..	1 645	2 600	675	850	5 290	430
1963..	2 003	3 130	879	990	5 918	515
1964..	2 486	3 740	1 122	1 335	6 871	710
1965..	2 665	4 356	1 272	1 589	7 510	920

Nous ne disposons pas de statistiques répartissant ces ventes entre les ventes sur place, les exportations vers les Etats-Unis et les exportations vers d'autres pays, comme pour le Canada et l'ensemble de l'Europe de l'Ouest.

8. LES EXPORTATIONS DES ETATS-UNIS

VERS LES ENTREPRISES QU'ILS CONTROLENT A L'ÉTRANGER¹

Nous pouvons établir les deux tableaux suivants.

1. Deux articles seulement ont paru sur cette question, en dehors du recensement de 1957, dans les *Survey of Current Business* de décembre 1964 et décembre 1965.

TABLEAU 16

(millions de dollars)

	<i>Expor- tations totales en 1957</i>	<i>Expor- tations de biens d'équi- pement en 1957</i>	<i>Autres expor- tations en 1957</i>
<i>Canada :</i>			
Tous secteurs	892	47	845
Industries manufacturières	692	33	659
<i>C.E.E. :</i>			
Tous secteurs	206	11	195
Industries manufacturières	76	3	73
<i>Autres Europe :</i>			
Tous secteurs	234	32	202
Industries manufacturières	88	23	65

9. JUSTIFICATION DE L'UTILISATION D'UNE SEULE SOURCE STATISTIQUE : LE « SURVEY OF CURRENT BUSINESS »

On peut s'étonner qu'il n'y ait pas eu de tentatives de compléter les informations statistiques du *Survey of Current Business* (ou de les contrôler) par d'autres sources comptables. Cela est dû à l'hétérogénéité des définitions, et des procédures d'estimations, qui les rendent incomparables.

A titre d'illustration, nous donnons le tableau suivant, que nous a procuré la Direction générale des Affaires économiques et financières de la C.E.E. Il retrace les estimations des pays investisseurs et bénéficiaires, des flux de capitaux privés à moyen et long termes, intracommunautaires, en 1967. On y remarque que l'écart entre ces estimations est souvent considérable.

10. QUELQUES APPLICATIONS DES INDICATIONS COMPTABLES PRÉCÉDENTES A L'ANALYSE ÉCONOMIQUE

La comptabilité que nous venons d'établir peut nous aider à comprendre un certain nombre de caractéristiques des entreprises contrôlées par les Etats-Unis à l'étranger.

Par exemple, on peut se demander quelle proportion de ces entreprises est possédée par des résidents américains. Le recensement de 1957 nous donne, pour les industries manufacturières, les chiffres suivants :

TABLEAU 18

(millions de dollars)

*Proportion d'intérêts américains**Richesse nette
des entreprises contrôlées*

Supérieure à 95 %	5 987
De 50 % à 95 %	1 706
Inférieure à 50 %	316
Total	8 009

Nos statistiques nous permettent de dresser le tableau ci-dessous :

TABLEAU 19

(millions de dollars)

	<i>Europe de l'Ouest</i>		<i>Canada</i>	
	<i>Part des profits appartenant aux Etats-Unis</i>	<i>Part des profits appartenant à l'étranger</i>	<i>Part des profits appartenant aux Etats-Unis</i>	<i>Part des profits appartenant à l'étranger</i>
1957	306	45	342	53
1958	349	41	337	66
1959	444	52	438	62
1960	487	74	398	72
1961	530	82	360	40
1962	496	76	460	67
1963	627	92	525	98
1964	782	116	565	102
1965	859	131	606	99

Nous voyons que les intérêts américains sont, dans les entreprises contrôlées par les Etats-Unis à l'étranger, très supérieurs à ceux simplement nécessaires pour le contrôle. Les motivations d'une telle stratégie sont longuement analysées, à partir de cas particuliers, dans la nombreuse littérature consacrée aux investissements directs.

Elle permet aussi d'étudier l'effet de certains événements sur le comportement des entreprises américaines à l'étranger. La démarche est d'estimer économétriquement une équation dans laquelle une des variables exogènes prend la valeur 0 avant l'événement et 1 après. C'est ainsi que R. T. Herring et D. Willett¹ essaient de montrer que les mesures visant à limiter les flux d'investissements directs américains vers les zones développées de 1968 à 1970 conduisirent à substituer dans leur financement des fonds étrangers aux fonds américains, à déplacer les lieux où s'effectuait la formation brute de capital fixe, *mais aussi* à diminuer son niveau. Ce dernier effet était contraire aux thèses de l'Office of Direct Foreign Investment.

Dans le même esprit, des économistes ont essayé, d'une façon d'ailleurs peu convaincante et avec des résultats contradictoires, d'estimer l'effet de la création de la C.E.E. sur les investissements directs américains. Celle-ci entraînait une disparition des barrières douanières intracommunautaires, donc un élargissement du marché, et l'instauration de barrières extracommunautaires. Ces facteurs devaient décourager les exportations américaines au profit des investissements directs.

Une telle comptabilité permet des estimations du type de celles de la Brookings (voir chap. VII), tentant de décrire certains flux compensateurs dans la balance des biens et services, des investissements directs américains.

En réalité, les études économétriques dans ce domaine sont extrêmement décevantes². Cet état de fait nous semble dû à trois facteurs :

- l'absence de théories élaborées, qui conduit facilement à régresser n'importe quoi à n'importe quoi ;

1. The capital control program and U.S. investment activity abroad, *The Southern Economic Journal*, juillet 1972.

2. Le lecteur pourra se reporter à un article de E. SPITÄLLER, A survey of recent quantitative studies of long term capital movements, *I.M.F., Staff Papers*, mars 1971.

- les lacunes des statistiques du *Survey of Current Business* ;
- l'hétérogénéité des sources comptables internationales, due aussi bien aux différences des méthodes comptables qu'à celles des structures économiques des différents pays.

D'une façon générale, les « bonnes » régressions sont celles qui concernent des variables très agrégées, beaucoup moins fluctuantes que leurs composantes, pour lesquelles elles deviennent mauvaises. Elles ne saisissent alors qu'une simple colinéarité sans intérêt économique. A titre de paradoxe, on peut citer le texte suivant de D. de Laubier¹ :

« Les très importants profits obtenus par l'industrie pétrolière dans certaines régions ne polarisent les investissements ni sur cette industrie en ce qui concerne les capitaux destinés à financer l'investissement à l'étranger, ni même sur les régions en question en ce qui concerne les capitaux de l'industrie pétrolière elle-même...

C'est un fait, en tout cas, que le profit par rapport au capital investi obtenu en Grande-Bretagne est devenu comparable puis supérieur à celui obtenu dans le Marché commun, et que les profits par rapport aux ventes n'ont jamais cessé d'y être supérieurs alors que les dépenses d'investissement progressent beaucoup plus vite dans celui-ci que dans celle-là. »

Ces affirmations ne nous semblent nullement surprenantes. Si les investissements directs sont à la recherche de profits élevés, il s'agit de profits anticipés sur le long terme. Cette recherche tient compte également des risques (dévaluations, nationalisations), des limitations de rapatriements des dividendes, de la stratégie des concurrents, etc. Les profits courants apparaissent ainsi comme de très mauvais indicateurs.

On voit bien alors la nécessité de recourir à des théories élaborées, très exigeantes en bonnes statistiques. Certains économistes ont essayé de le faire avec les sources existantes, mais à notre avis sans grand succès.

Il faut être modeste en ce domaine et se contenter d'indices là où l'on souhaiterait des preuves. Evidemment, la démarche intel-

1. *Les investissements directs des Etats-Unis dans le monde. Perspective pour 1975*, Documentation française, Travaux et Recherches sur l'Economie mondiale, n° 20.

lectuelle ne doit en être que plus précise et rigoureuse, ne serait-ce que pour que le lecteur puisse juger des probabilités de véracité de ses conclusions.

Une analyse économétrique, que nous avons effectuée et que nous ne reprenons pas ici¹, nous semble montrer que :

- avant d'effectuer un investissement, une entreprise américaine à l'étranger accumule des ressources financières longues (fonds d'amortissement, profits non distribués, investissements directs, etc.). Ce comportement se traduit, dans l'attente de leur affectation à l'actif à long terme que constitue la formation brute de capital fixe, par une hausse des actifs à court terme et des stocks ;
- l'investissement des entreprises américaines à l'étranger est fondé sur leurs ventes anticipées ;
- les entreprises américaines à l'étranger réinvestissent un peu moins de la moitié de leurs profits et en rapatrient un peu plus. Ce « comportement » est stable dans le temps et parmi les différents pays ;
- la production des entreprises américaines à l'étranger suit les mêmes fluctuations que la production des entreprises des pays où elles se situent.

Ces résultats établis au niveau des pays, avec des données *très* fluctuantes donc interdisant des collinéarités (que nous avons d'ailleurs cherché à effacer), et une méthodologie assez fruste, sont assez grossiers, mais probablement exacts.

1. On peut la trouver dans notre ouvrage : *Etude macroéconomique des investissements directs américains dans les pays hautement industrialisés*, annexe 2, cité dans la Bibliographie générale.

BIBLIOGRAPHIE GÉNÉRALE

Nous donnons ici une liste assez courte d'ouvrages particulièrement clairs, simples et intéressants, qui portent sur des questions liées à celles que nous avons étudiées.

- BERTRAND (R.), *Economie financière internationale*, coll. « SUP », Presses Universitaires de France, 1971.
- BOYER DE LA GIRODAY (F.), *Les relations monétaires internationales, Les finances modernes*, coll. « Les Sciences de l'Action », Hachette, 1971.
- COHEN (B. J.), *Balance of payments policy*, Penguin Modern Economics Texts, 1970.
- FINDLAY (R.), *Trade and specialization*, Penguin Modern Economics Texts, 1970.
- GRUBEL (H. G.), *The international monetary system*, Penguin Modern Economics Texts, 1972.
- KINDLEBERGER (C. P.), *Les investissements des Etats-Unis dans le monde*, Calmann-Lévy, Perspectives de l'Economie, 1971.
- KINDLEBERGER (C. P.), *Power and money*, Mac Millan Student Editions, 1970.
- LAYTON (C.), *L'Europe et les investissements directs américains*, coll. « Idée », Gallimard, 1968.
- STOLERU (L.), *L'équilibre et la croissance économiques*, 3^e éd., coll. « Finance et Economie appliquées », Dunod, 1970.
- WEILLER (J.), *La balance des paiements*, coll. « Que sais-je ? », Presses Universitaires de France, 1970.
- La politique industrielle de l'Europe intégrée*, Travaux et recherches de la Faculté de Droit et des Sciences économiques de Paris, série Europe, n° 7, 1968.
- Les sociétés internationales*, Notes et Etudes documentaires, 20 juillet 1970, La Documentation française.
- Paiements extérieurs et position internationale des Etats-Unis*, Banque Jordan, janvier 1972.

Certaines des notions présentées brièvement dans ce livre sont développées dans notre ouvrage :

Etude macroéconomique des investissements directs américains dans les pays hautement industrialisés, CEPREMAP, décembre 1972.

TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS	5
INTRODUCTION	7
CHAPITRE PREMIER. — <i>L'équilibre de la balance des paiements</i> ..	19
ANNEXE 1. — Analyse de l'évolution récente de la balance des payements américaine	28
ANNEXE 2. — Intervention des banques centrales sur le marché des eurodollars	31
ANNEXE 3. — L'équilibre de la balance des paiements amé- ricaine	33
CHAPITRE II. — <i>Structure de la balance des paiements des Etats-Unis sur les principaux pays et zones industrialisés</i>	36
CHAPITRE III. — <i>Les Etats-Unis prêteurs à long terme et emprunteurs à court terme : l'explication par les préférences pour la liquidité...</i>	44
CHAPITRE IV. — <i>Les Etats-Unis prêteurs à long terme et emprunteurs à court terme : l'explication par les taux de croissance</i>	59
CHAPITRE V. — <i>Intégration des analyses des deux chapitres précédents dans un modèle simple</i>	67
CHAPITRE VI. — <i>Etude du cas où la contrepartie des investissements directs américains est un excédent de la balance commerciale des Etats- Unis</i>	75
1. Cas où le pays considéré est très petit	75
2. Cas où le pays considéré n'est pas très petit	78
3. Recherche de taxations optimales	81
4. Illustration du paragraphe précédent : l'imposition des béné- fices des entreprises étrangères contrôlées par les Etats-Unis ..	85
5. Une vérification empirique pour le Canada	86
CHAPITRE VII. — <i>Une analyse empirique des impacts des investisse- ments directs américains sur les différents flux internationaux</i>	89
ANNEXE	96

CHAPITRE VIII. — <i>Les investissements directs et la théorie du commerce international</i>	98
APPENDICE COMPTABLE. — Indications comptables sur les entreprises américaines du secteur des industries manufacturières situées à l'étranger, pour les années 1957, 1963, 1966, 1969 et 1970.....	105
1. Introduction	105
2. Les entreprises contrôlées par les Etats-Unis	108
3. Une comptabilité de flux pour le Canada et l'Europe de l'Ouest	109
4. Une comptabilité de flux pour quelques pays industrialisés. .	113
5. Une comptabilité de stock pour le Canada et l'Europe de l'Ouest	118
6. Une comptabilité de stock pour quelques pays industrialisés. .	119
7. Les ventes des entreprises contrôlées par les Etats-Unis.	120
8. Les exportations des Etats-Unis vers les entreprises qu'ils contrôlent à l'étranger	121
9. Justification de l'utilisation d'une seule source statistique : le <i>Survey of Current Business</i>	123
10. Quelques applications des indications comptables précédentes à l'analyse économique	125
BIBLIOGRAPHIE GÉNÉRALE	129

1974. — Imprimerie des Presses Universitaires de France. — Vendôme (France)
ÉDIT. N° 33 044 IMPRIMÉ EN FRANCE IMP. N° 23 875

SUP

SECTION « L'ÉCONOMISTE »

- 1 André CHAINEAU
Mécanismes et politique monétaires
- 2 René LECLÈRE
Les méthodes d'organisation et d' « engineering »
Jean FOURASTIÉ et Jean-Paul COURTHÉOUX
- 3 **La planification économique en France**
André TIANO
- 4 **Le développement économique du Maghreb**
Alexandre LAMFALUSSY
- 5 **Les marchés financiers en Europe**
Geoffroy d'AUMALE
- 6 **La programmation des décisions**
Alain WOLFELSPERGER
- 7 **Les biens collectifs**
Francis.-J. FABRE
- 8 **Le contrôle des finances publiques**
Elias GANNAGÉ
- 9 **Financement du développement**
Marceau LONG et Laurent BLANC
- 10 **L'économie de la fonction publique**
Jean-Claude CHOURAQUI
- 11 **Le marché monétaire de Londres depuis 1960**
Louis FORTTRAN et Gérard KLEIN
- 12 **L'épargne des ménages**
Jean PARENT
- 13 **La concentration industrielle**
Georges GALLAIS-HAMONNO
- 14 **Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)**
Edward AMES
- 15 **Introduction à la macroéconomie**
Jean VINCENS
- 16 **La prévision de l'emploi**

- 17 **Guy CAIRE**
Théorie et pratique de la politique des revenus
- 18 **Pierre-Henri DERYCKE**
L'économie urbaine
- 19 **Celso FURTADO**
Théorie du développement économique
- 20 **Emil-M. CLAASSEN**
Analyses des liquidités et théorie du portefeuille
- 21 **Gilles-Y. BERTIN**
L'investissement public international
- 22 **Raymond BERTRAND**
Economie financière internationale
- 23 **Hubert LÉVY-LAMBERT et Henri GUILLAUME**
La rationalisation des choix budgétaires
- 24 **André PAGE**
L'économie de l'éducation
- 25 **Henri VIAUX**
Le marché monétaire de Paris
- 26 **N. TIEN PHUC et Gilbert DENNERY**
L'économie des télécommunications
- 27 **Joseph KLATZMANN**
Les politiques agricoles
Idées fausses et illusions
- 28 **Pierre JARDILLIER**
La gestion prévisionnelle du personnel
- 29 **Günter SCHMÖLDERS**
Psychologie des finances et de l'impôt
- 30 **Suzanne de BRUNHOFF**
La politique monétaire
Un essai d'interprétation marxiste
- 31 **Claudine MARENCO et Jacques URVOY**
Les ordinateurs dans la société
- 32 **Geoffrey BELL**
Les marchés d'eurodevises
- 33 **Henri CULMANN**
Comptabilité fondamentale

- Guy de LACHARRIÈRE
34 La stratégie commerciale du développement
 Jean-Charles HOLL, Jean-Pierre PLAS et Patrick RIOU
35 Les choix d'investissement dans l'entreprise
 Jean-Louis GUGLIELMI
36 Les expériences de la politique monétaire
 Pierre LE ROY
37 L'avenir du Marché commun agricole
 Henry MAHÉ
38 Le marché des antiquités en France
 André GRJEBINE et Tovy GRJEBINE
39 La réforme du système monétaire international
 Robert TOULEMON et Jean FLORY
40 Une politique industrielle pour l'Europe
 Yves LAULAN
41 Le Tiers Monde et la crise de l'environnement
 Pierre-Louis REYNAUD
42 Précis de psychologie économique
 Jean-Pierre LAFFARGUE
43 Les investissements américains dans les pays industrialisés

Sous presse :

Bertrand MUNIER

Introduction à la microéconomie

Quels sont les facteurs d'ordre économique qui expliquent l'importance des investissements américains dans les principaux pays industrialisés ? Quel est le coût de ces investissements pour les pays récepteurs ? Existe-t-il de véritables solutions de politique économique pour y remédier ? Telles sont quelques-unes des questions auxquelles cet ouvrage tente de répondre.

C'est dire qu'il relève du domaine de l'économie financière internationale, et qu'un soin particulier a été apporté à son articulation avec les principaux éléments de cette discipline (politique monétaire et structures financières des différents pays, équilibre des balances des paiements, etc.). Le lecteur y trouvera aussi un matériel empirique original, notamment une comptabilité très complète des entreprises manufacturières américaines dans les principaux pays développés.